



## 2021 MID-YEAR OUTLOOK:

# 不均衡な経済回復をどう捉えるか？


**Ooi Boon Peng**

 インベストメント・ストラテジーズ責任者、  
 イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

**Kelvin Blacklock**

 イーストスプリング・ポートフォリオ・アドバイザーズ責任者、  
 イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

世界経済の回復に対する投資家の楽観的な見方は依然として強いものの、新型コロナウイルス感染症の再拡大による経済リスクを軽視しないことが重要です。

イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）のインベストメント・ストラテジーズ責任者のOoi Boon Peng（以下、Boon Peng）と、イーストスプリング・ポートフォリオ・アドバイザーズ責任者のKelvin Blacklock（以下、Kelvin）が、今後6か月間で市場に何が起こるのかについて見解を述べます。

## =ポイント=

- ワクチン接種が各国で普及することで、世界の経済成長は大きく回復に向かう見込み
- 金融、資本財、素材セクターが循環的景気回復の恩恵を受ける可能性が高い
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は、持続的なインフレ率の上昇が明らかになるまで、（金融緩和に積極的な）ハト派的な姿勢を維持すると予想

- 低金利が続いているため、高利回りの債券が引き続き投資家に選好される
- 主なリスクとしては、高水準の政府債務、政策の不手際、規制導入や税制の変更などが挙げられる

Q1. 今後6か月間の世界経済の見通しについてお聞かせください。

**Boon Peng :** 世界経済は、2021年に力強い成長を遂げ、その勢いは2022年も続くと思われます。ワクチン接種は、世界各国で展開されていますが、先進国では特に効果的に実施されています。

米国では、ワクチン接種が進展しています。すでに行われている非常に大規模な財政刺激策と相まって、米国のGDP成長率は長期平均の1.5~2.0%を上回る6%を超える可能性があります。9,000億米ドルの緊急経済対策を含む「包括歳出法案」や、総額1.9兆米ドルの追加経済対策「米国救済計画」により、家計収入はさらに大きく増加するものとみられます。

また、雇用市場が改善していることから、米国の消費者の消費意欲は今後数か月の間に高まることが予想されます。したがって、米国のGDP成長率が世界の他の国・地域を上回る可能性が高く、“米国は政治や経済の面で他国よりも優位性がある”という「米国の例外主義」の時代を謳歌することになるでしょう。

一方、中国を含むアジアでは、財政刺激策が保守的に実行されています。現在までのところ、中国は新型コロナウイルスの感染拡大から順調に回復しており、政府当局は経済刺激策には慎重で、政策の軸足をレバレッジ解消（債務の削減）に移しつつあり、企業の過剰債務の整理に力を入れ始めています。

本稿執筆時点（2021年5月13日）では、新型コロナウイルスの状況は、変異種や再拡大により、アジアの成長を鈍化させ、経済再開への期待を後退させる恐れがあります。

私たちの世界の成長見通しは引き続き明るいものですが、新型コロナウイルスの再拡大による経済リスクを軽視することはできません。世界の経済成長に対する投資家の楽観的な見方が強いだけに、投資家は状況の変化を注視し、冷静に評価するべきです。

**Q2.** 「米国例外主義」は、アジアの株式、債券、通貨にとって、どのような意味を持ちますか？

**Boon Peng :** 「米国例外主義」の裏付けとして、新型コロナウイルスで傷ついた米国経済を押し上げることを目的とした巨額の財政出動以外に、米国連邦準備制度理事会（FRB）による金融緩和政策が継続されていることが挙げられます。

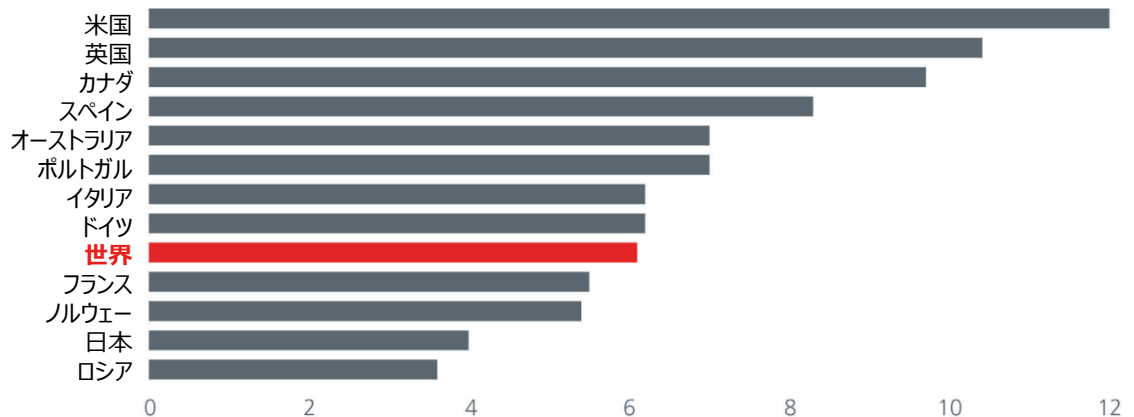
FRBは現在、長期的なインフレ率の上昇は緩やかなものになるとの見方をしており、米国の経済成長が堅調に推移してインフレ率が持続的に目標を上回る水準で推移するとの確証が得られるまでは、利上げは見送るとしています。

一方、アジアでは多くの政府が、これまでも財政刺激策には保守的スタンスを取ってきたため、アジアの中央銀行が、既に緩和的な金融政策を推進してきた米FRBに先んじて引き締め局面に入る可能性は低いでしょう。つまり、アジアの株式市場と債券市場は、低い政策金利（伝統的）と資産購入プログラム（非伝統的）によって下支えされるものと思われる。

米ドルの見通しは不透明ですが、明らかなのは、米ドルは“米国の強い経済成長見通しによって支えられる”ということです。しかし、米国経済に対する楽観的な見方は、既にマーケットに十分に織り込まれています。FRBはしばらくの間、利上げを行わないことが予想されます。また、巨額の財政出動により、米国が抱える財政収支と経常収支の「双子の赤字」は悪化しています。

まとめると、米ドルは短期的には一定のレンジ内に留まる可能性が高いですが、中期的には一部のアジア通貨が対米ドルで上昇すると予想しています。今後3～6か月の間に、中国の人民元、韓国のウォン、シンガポールのドルについてはポジティブな見通しを持っています。

図表 1: 過剰貯蓄額の対GDP比 (%) \*



出所 : Financial Times., Moody's. のデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

\*2019年のGDPに対する過剰貯蓄（推計値）。

**Q3.** 米国債利回りの変動を受けて、ポートフォリオのバランス（資産配分の再調整）をどのように行っていますか？

**Kelvin :** 私たちは世界の株式に対して引き続きポジティブです。しかし、新型コロナウイルスの影響で、インドや中南米がその対応に苦慮していることから、広範な新興国市場よりも米国を選好しています。また、一部のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）が脆弱な新興国に影響を与える金利上昇の脅威が高まっています。また、コロナ後の堅調な景気回復に対する投資家の期待が大きいことから、金利上昇リスクに備えてデュレーションを短期化し、金利リスクの低減を図りました。

緩和的な金融・財政政策は引き続き実施されており、マーケットを後押しする重要な要因となっています。国民への直接の現金支給を含む景気刺激策は、家計の可処分所得を増加させ、個人消費を押し上げるはずで、こうした潜在需要の高まりは、企業業績が予想を上回っていることから、引き続き堅調に推移すると思われる。

こうした状況はリスク資産にとってポジティブな市場環境となっていることを考慮し、私たちは投資適格債よりも高利回り債を選好しています。ソブリン債については、インフレ圧力が高まり金利上昇懸念が強まると売られるのが一般的であるため、見通しは明るいものではありません。

最近のインフレ率の上昇は、一過性の経済再開要因や金属・原油価格の上昇によるものであり、いずれも持続的なトレンドを示すものではないことから、直ちに懸念すべきものではないと考えています。

しかし、新型コロナウイルスの影響によるサプライチェーン（供給網）の制約が続くようであれば、将来的には構造的な問題となる可能性があります。株式セクターでは、金融、資本財、素材など、循環的な景気回復の恩恵を受けるセクターをポジティブに捉えています。

図表 2: 世界の業績予想修正レシオ（週次）



出所：Refinitiv Datastream、MSCI AC Worldインデックス、IBES のデータ（2021年5月25日）を基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

**Q4.** 市場では、FRBのガイダンス（指針）に先んじて早期の利上げが織り込まれているようです。これは投資家にとってどのような意味を持ちますか？

**Boon Peng :** 本稿執筆時点（2021年5月13日時点）では、市場は2022年末までに25ベースポイント（bp、0.25%）、2023年末までにさらに25ベースポイント（bp、0.25%）の利上げを織り込んでいます。

この織り込みの水準は、米連邦公開市場委員会（FOMC）参加メンバー予想の最多数派である“2023年末までは利上げは行わない”という水準よりも高いものの、決して積極的なものではありません。

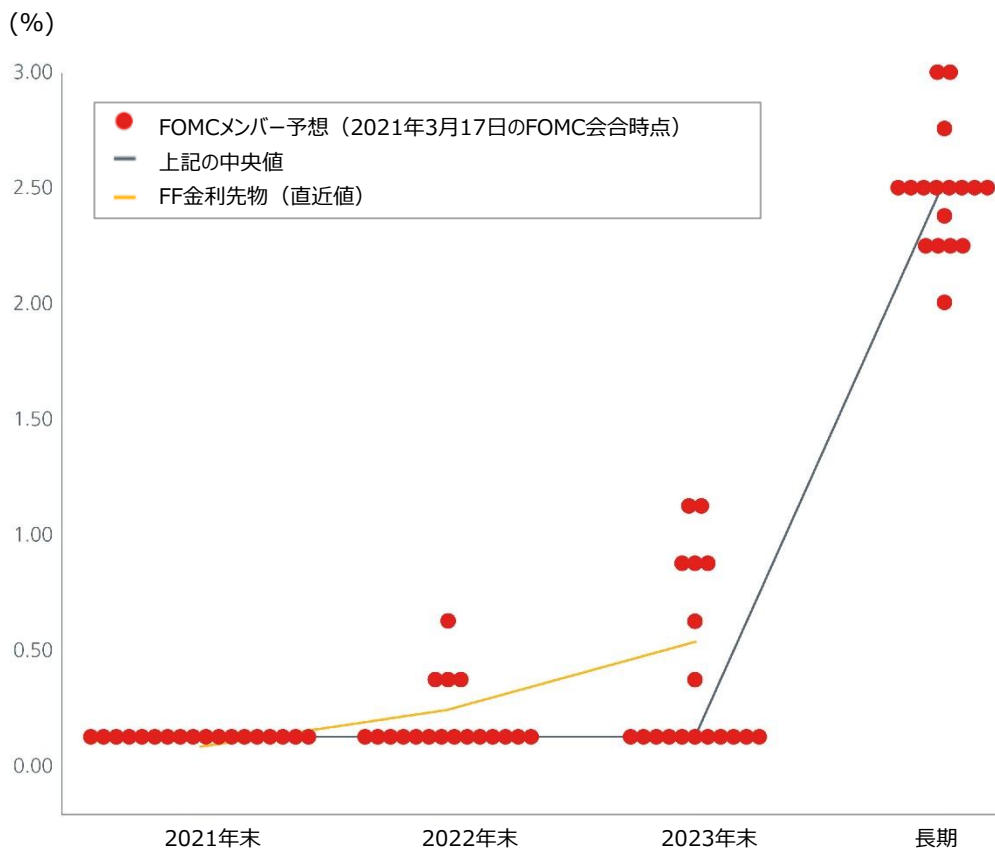
私は、FRBは2023年中に利上げに動く可能性があると考えています。FRBは経済の見通しについて自信を深めている一方で、完全雇用とインフレの目標を達成したいと考えています。しかし、米国の“労働市場の Slack（ゆるみ）”は依然として高い水準にあります。FRBの「平均インフレ目標」の枠組みでは、2020年の低インフレはFRBに（金融緩和に積極的な）ハト派的な姿勢を維持する余地を与えています。

最近の米国のインフレデータは、前年の数値が低いために前年対比での伸び率が大きくなってしまいう「ベース効果」の影響もあって、急激に上昇しています。FRBは今後も物価上昇圧力の動向を注視し、“持続的な物価上昇”を確認するには、さらに時間が必要となるでしょう。

市場におけるFRBの利上げ期待が後退するとすれば、その原因として考えられるのは、新型コロナウイルスの再拡大による経済リスクの再燃や、実際のGDPの数値が市場の期待に達しないなど、世界の成長に対する失望が挙げられます。一方、米国10年債利回りは2020年8月以降100ベースポイント（bp、1.00%）以上の上昇を記録し、1.65～1.70%（2021年5月14日時点）となっており、この水準であれば、米国債はポートフォリオへの組み入れに際しては妥当といえます。

**Kelvin :** 私たちは、インフレの兆候が見られた場合のFRBの動静を注視しています。FRBは、米国経済の一時的な過熱を容認し、「平均インフレ目標」を導入することによりインフレ率がFRBの目標値2%を一時的にオーバーシュート（上振れ）することを許容する、と明言しています。

**図表 3: FOMC参加メンバーと市場の政策金利（FF金利）予想**



出所：Bloomberg L.P.（2021年5月31日）のデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

それにもかかわらず、金利先物市場では、早ければ2022年の利上げが織り込まれつつあります。

先に述べたように、インフレが直ちに懸念材料となるわけではありません。今後FRBが利上げの必要性を示唆するには、インフレ率の上昇が永続的であることや、GDPギャップ\*が縮小していることを示す材料がもっと必要だと考えています。

\* 労働や設備といった潜在的な経済の供給力と、個人消費や設備投資といった支出を積み上げる総需要との差。プラスのときは需要が供給を上回り、物価の押し上げ圧力になる。マイナスなら需要が不足し、物価の下げ圧力になる。

また、今後このような材料が出てきたとしても、FRBが“利上げに向けた金利政策の変更”を意図しているのであれば、このことは事前に、市場との対話を通じて明確に伝えられるでしょうし、実際に利上げとなった場合でもその幅も控えめなものとなるでしょう。

しかし実体経済がパンデミックの打撃から真に「脱却」する前に資金調達コストが上昇してしまうリスクを回避するためにも、現時点では“早期利上げの可能性は低い”と思われます。今後、長期的な構造的インフレーションが起きた場合、市場が混乱するリスクには注意が必要ですが、今のところまだ先のことのようです。

投資家は、インフレ脅威への懸念を強め“すぐに対応する必要がある”と考えているかもしれません。しかし、2021年の第1四半期までは、前年の数値が低いために前年対比での伸び率が大きくなってしまふ「ベース効果」によって経済指標が歪んでいることを考慮し、消費者需要やFRBの動向から得られる明確なデータシグナルを待つよう、今まで以上に慎重に市場動向を注視していきます。

**Q5. 景気回復の勢いが増すにつれ、政府債務残高の増加が再び注目されているようです。ソブリン格付け、デフォルト（債務不履行）、債券戦略にどのような影響がありますか？**

**Boon Peng :** 近年、世界的に政府債務が膨らんでいます。これは主に新型コロナウイルス対策としての財政出動などの政府主導のコロナ対策に起因するものです。

ソブリン債の発行額増加は、インドなど一部の新興国の信用格付けに影響を与える可能性があります。投資家にとって、新興国債券に投資する場合、適切な国を選ぶ「選択力」が必要となりますが、様々なセクターにダイナミックにアロケーション（資産配分の組み替え）できる柔軟性があれば、投資家はこの地域の高い利回りを享受しつつ、低いボラティリティー（価格変動）を実現することが期待できます。

政府債務残高の増加は、成長のリスクとなり、インフレが問題となった場合には、（金利上昇などの影響により）デフォルト（債務不履行）が増加することになります。持続的な高インフレに直面し、中央銀行が大幅な引き締めを踏み切った場合、経済成長は阻害され、債務の返済が困難になります。しかし、このような状況になるまでは、FRBと欧州中央銀行による低金利政策と資産購入プログラムの双方の影響が債券市場の支えとなるはずでです。

企業部門では、景気回復が企業収益を押し上げるため、近い将来、デフォルトが大幅に増加する可能性は低い、と考えています。綿密な信用分析と銘柄の選別が引き続き重要ですが、これが信用スプレッドの縮小につながると思われます。

アジアのハイ・イールド債券のデフォルト率は、“横ばい、または緩やかに上昇する”と予想していますが、これは管理可能な水準と考えています。アジアのハイ・イールド債券市場の魅力的なバリュエーション（投資尺度）、高い利回り水準、短いデュレーションは、利回りを求める投資家にとって魅力的なポイントとなりますが、投資家は現在のボラティリティーの高い時期を耐えしのぐ必要があるかもしれません。

中国では、政府が企業の正味レバレッジ（借り入れ）を減らし、債券市場において“最後は政府が救済してくれるというモラルハザード（責任・倫理観の欠如）”を低減させようとしているため、オンショア債（本土債）のデフォルトが増加する可能性があります。しかし、政府による国営企業への支援は、金融システム上のリスクを回避する目的の場合であれば、ケースバイケースでプラスと評価されることになるでしょう。

**Q6.** インフレは別として、今後12か月以降の市場にとって重要なリスクは何でしょうか？

**Kelvin :** さらなる景気刺激策が検討されている中、消費者の需要が回復し、企業収益も堅調であることから、当社のメインシナリオではリスク資産に対してポジティブに考えています。しかし、現在の回復を妨げるいくつかのリスク要因が顕在化する可能性があることに留意しています。

インフレ率が上昇した場合、企業レベルではなく国家レベルでの負債コストの増加が今後の課題となる可能性があります。同時に、中央銀行や政府が政策を誤って、現在の緩和的な金融・財政政策を早急に撤回すれば、悪影響を被ることになります。景気刺激策のテーパリング（縮小）や撤回には、十分な説明と正当性が必要です。

企業の面では、米国大統領選挙前の民主党のキャンペーン・メッセージにあったような“米国で大企業や銀行をターゲットにした不利な規制や税制の変更”の動きがないか、注視する必要があります。

さらに、現在の社会構造の変化に、自身のビジネスモデルを適応させることができるか否か、が企業にとって重要であると考えています。例えば、新型コロナウイルスへの対応をビジネスチャンスと捉え、ダイナミックかつ積極的に行った企業は、その恩恵を受けています。

今後は、“ESG投資への取り組み”と“持続可能な企業行動”が最も重要であると考えています。このような変化に対応できない企業は、風評被害、株価の下落、資金調達コストの上昇などの悪影響を受けることでしょう。

**Q7.** 2020年はESGファンドへの記録的な資金流入がみられましたが、こうした傾向はますます強まっています。この状況をどのように捉えていますか？

**Kelvin :** 投資家の関心を集め、資産運用業界が取り組みを強化している主要テーマの一つが、ESG投資であることは間違いありません。私たちは、資金の出し手であるアセットオーナーのための運用を全うすべく、策定された基本方針に従っています。

当社の最終親会社である英国ブルーデンシャル社注（以下、最終親会社）は、最近、グループの新たな方針として、ESG戦略を発表しましたが、注目すべき点は、2050年までに運用ポートフォリオのカーボンニュートラル（二酸化炭素ネット排出量ゼロ）、という新たな目標を掲げたことです。

これに伴い、私たちは最終親会社と提携して、ポートフォリオの炭素強度\*を長期的に削減することを目的とした投資プログラムの開発を開始しました（最終親会社が投資マンドートを直接的に管理します）。この投資プログラムは、既存マンドートにおける気候変動リスクの影響を管理することと、投資機会を選好することの両方に重点を置いています。

\* ポートフォリオの構成企業の売上高あたりのCO2排出量

積極的なスチュワードシップ活動（エンゲージメント、議決権行使など）は、再生可能エネルギーへの移行プロセスを促進する上で重要な役割を果たします。また、私たちグループのESG戦略は、新興国における適正な移行を支援します。

最終親会社は、2050年までの運用ポートフォリオのカーボンニュートラル（二酸化炭素ネット排出量ゼロ）にコミットする機関投資家のイニシアチブ「Net-Zero Asset Owner Alliance (AoA)」に2021年5月27日に加盟しました。これは、ポートフォリオの脱炭素化に取り組む機関投資家のネットワークです。また、イーストスプリングは、アジアに焦点を当てた包括的かつ特徴的なESG投資戦略の開発に積極的に取り組んでいます。

注 英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシアランス社とは関係がありません。

#### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。