



短期経済展望
2021年1月

現実的な 楽観論

ワクチンと財政支援策により2021年の世界経済は上向き公算が高いものの、いくつかのリスクから慎重なポートフォリオのポジショニングが求められます。

要約

- 2021年はワクチン接種の開始と財政および金融政策による支援の継続を背景に、世界の生産と需要が力強く回復する見通しです。2021年のインフレ率はわずかな上昇にとどまるでしょう。中央銀行は政策金利を低水準に維持し、資産購入を継続するとみられます。
- 短期経済予測における上記の基本シナリオに対する主要リスクとして、政府がより慎重な姿勢に戻り財政疲労を起こす可能性や、中国のクレジット・インパルス（対GDP比での新規与信の伸び）がマイナスになる可能性、そしてパンデミックに伴う経済の傷跡などが挙げられます。
- 株式およびクレジット市場は平時への戻りを織り込んでいるように見受けられますが、PIMCOでは非政府系モーゲージ債（MBS）やその他のストラクチャード商品、厳選した企業クレジット、エマージング市場に投資機会を見い出しています。慎重なポートフォリオ・ポジショニング、元本保全、流動性管理を引き続き重視しています。今は過度に楽観的になる時期ではありません。

著者

ヨアヒム・フェルズ
グローバル経済アドバイザー

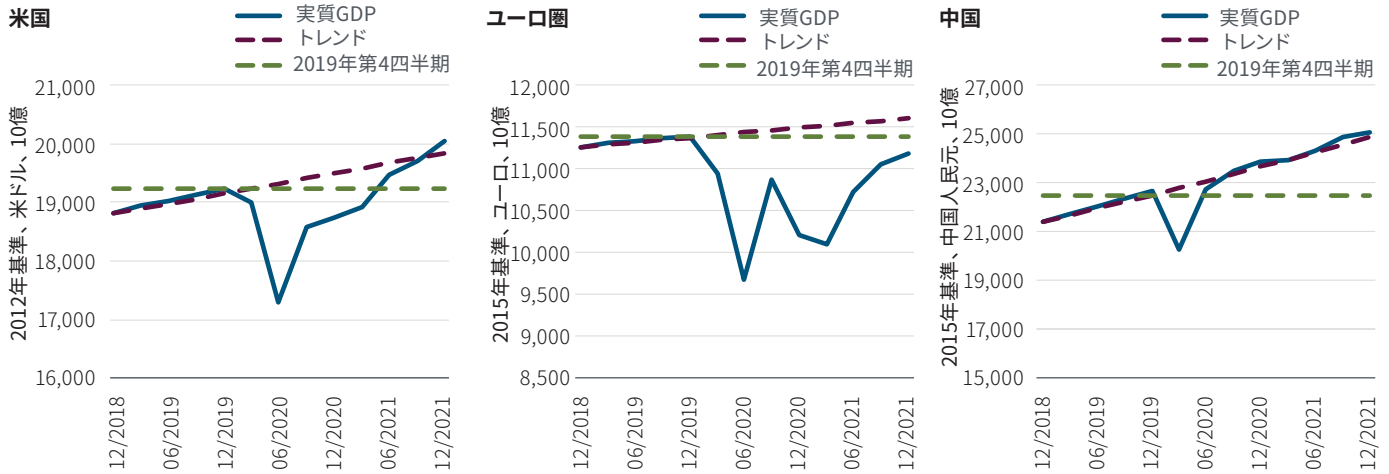
アンドリュース・ボールズ
最高投資責任者(CIO)
グローバル債券担当

以前の経済展望でも論じたとおり、2021年の世界経済は「大打撃からの回復」を継続し、危機前のトレンドへと「長い上り坂」を登っていくこととなりますが、特に今年後半に進捗がみられると予想しています。しかしながら、政策による刺激とワクチン接種の二重の効果を背景に、リスク市場は短期的に堅調に推移するとみられるものの、その効果の多くは現時点で既に織り込まれているため、投資家は完全な回復に至るまでのリスクに注意すべきです。金融市場でのボラティリティ上昇の再燃を緩和するため、慎重なポートフォリオの構築が求められます。

こうしたリスクの一つが、一部の先進国の財政疲労です。もう一つのリスクは、年内に予想される中国の信用緩和から引き締めへの転換です。さらに、経済活動がパンデミック前の水準に戻るうえでは、経済に残された傷跡が障害になりえます。このため回復の道のりは紆余曲折があり、国やセクターごとにばらつきが出てくるでしょう。



図表1：三大経済圏の実質GDPの水準の予想経路



出所：ヘイバー・アナリティクス、PIMCO、2020年12月現在

景気の反発

2020年は経済活動が極端に縮小しましたが、今年は世界の生産と需要の反発が見込まれます。足元では主要国のロックダウンにより再び景気の弱さがみられますが、第2四半期前後には、ワクチン接種の拡大と継続的な財政・金融政策の支援を背景に、GDPの伸びが加速すると予想しています。最も恩恵が大きいと思われるのが、新型コロナで最大の打撃を受けた、旅行、宿泊、外食、レジャー関連のセクターです。2021年の世界のGDP成長率は、出発点が低いことから、数十年来の高い伸びを示すことになると見込まれます。米国の経済活動は、今年後半に景気後退入りする前のピークの水準に戻ると予想していますが、欧州については、現在、景気が二番底をつけており、予想される第2四半期の反発をもってしても、失われた生産が戻るのは2022年央になると予想しています（図表1を参照）。一方、中国経済は、既に危機前の水準に戻り、新年に入って力強い成長モメンタムをみせています。そのため、昨年よりは明らかに平均2%を下回ったGDP成長率は、2021年は8%を上回る記録的な伸びとなるでしょう。

相変わらず逃げ水のインフレ・ターゲット

消費者物価指数（CPI）は今年、ごく小幅な上昇にとどまる見通しで、すべての主要国で中央銀行のインフレ・ターゲットを概ね下回る状態が続くとみられます。景気が急反発したとしても、生産と需要はしばらくの間、平時の水準を下回る状況が続くでしょう。景気の谷が深いこと、失業率は低下が予想されるものの、依然として一般的な完全雇用の水準を上回ると見込まれることが、その理由です。米国では、低い住宅ローン金利と、向こう数四半期に予想される家賃に対する下落圧力が、コアCPIの40%強を占める住居費の重しになると考えられます。しかしながら世界的には、短期から中期のインフレ圧力は引き続き抑えられるものの、長期的にはパンデミックと関連の政策対応で、インフレとデフレのリスクの両方が高まったとみられる点を指摘しておきたいと思えます。景気が完全雇用の水準に戻った後も拡張的な金融政策と財政政策が数年にわたり維持された場合、インフレ率は中央銀行のターゲットを上回る可能性があります。逆に、デフレ・リスクが顕在化するのには、財政政策が受動的あるいは緊縮的なものに戻った場合や、資産価格のバブルが弾け、民間セクターでデレバレッジ（債務削減）が進む場合です。結論として、市場は長期的なインフレの不確実性を織り込まざるをえなくなると考えられます。

中央銀行は現行路線を継続、追加緩和に傾く

各国中央銀行は、ターゲットを下回るインフレ率と、今後数年にわたり現行の財政支援を可能にするため借入コストを低く抑える必要性に手足を縛られることとなります。このため政策金利は当面、現在の水準にとどまり、一部の国ではさらに引き下げられる可能性があります。これはPIMCOの基本シナリオではありませんが、たとえば、通貨ユーロが過度に上昇した場合、欧州中央銀行（ECB）が足元で（半角）-0.5%の預金金利をさらに引き下げられる可能性があります。

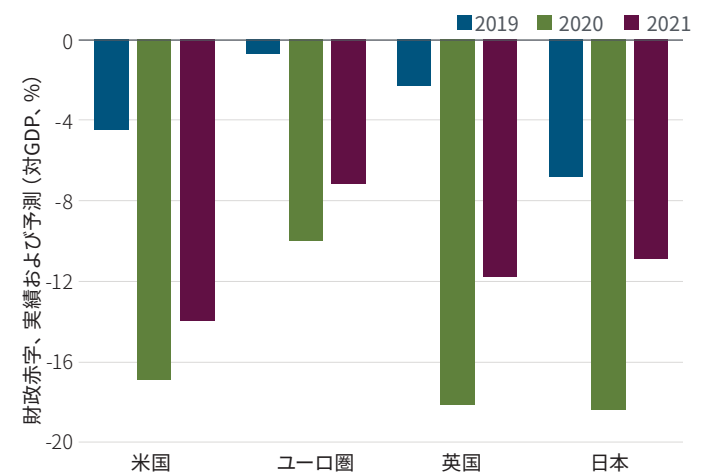
さらに中央銀行による資産購入は、年内いっぱい、おそらくはさらにその先も継続されると見込まれます。米国では、米連邦準備制度理事会（FRB）が12月に方針を変更し、米国債と政府系MBSについて、FRBの法的責務である雇用の最大化と物価の安定に向けて「相当の進展」が見られるまで、少なくとも現行のペースでの買い入れを継続する意向を示しています。景気が予想を下回るか、利回りの上昇スピードや上昇幅が予想を上回った場合、FRBは今年の買い入れ対象の債券の加重平均満期を引き延ばす公算が高いとみています。経済や金融市場の混乱が再燃する暗いシナリオが実現した場合、FRBは2020年の危機の最中に導入したいくつかの貸出制度を復活させる可能性があるとして予想しています。ジャネット・イエレン次期財務長官の主導による為替安定化基金を活用した、財務省による資本注入や、議会での新たな承認の形が考えられます。逆に、景気がPIMCOの基本シナリオよりも力強く反発し、インフレ率が予想を上回った場合、FRBは早くも2021年後半ないし2022年初めには資産購入を徐々に減額し始める可能性があります。

一方、欧州中央銀行（ECB）は最近、パンデミック緊急購入プログラムの対象範囲を拡大しました。緩やかなイールド・カーブ・コントロールによってユーロ圏の債券利回りを抑える狙いから、年内は柔軟に買い入れを進めていくものとみられます。他の先進国の中央銀行も同様の政策を実践しており、この路線を継続するとみられます。さらに、一部のエマージング諸国では、金融政策がさらに緩和される可能性があります。多くの場合、実質金利が歴史的な標準を下回っていますが、まだ下がる余地があります。

当面は支援材料の財政政策

ワクチン接種の拡大によるウイルスの封じ込めに加え、財政政策の動向が引き続き短期経済見通しを左右する要因になります（ダウンスайд・リスクの詳細については、本稿のリスクのセクションをご覧ください）。資金調達コストを低位に抑える金融政策の援護を受けて、ほとんどの国では、所得移転による家計の下支え、融資保証、補助金、課税繰り延べなどによる企業の支援を継続する見通しです（図表2を参照）。欧州では、12月に欧州連合（EU）予算が成立したことで、年内の多額の融資実行や、新たに設立された「次世代EU」復興基金の資金拠出が可能になり、政府予算による支援策を補完することとなります。

図表2：主要4カ国・地域の財政赤字の予想（対GDP比）



出所：ヘイバー・アナリティクス、PIMCO、2020年12月現在

米国では、トランプ政権末期に議会で成立した最新のパンデミック救済パッケージが、向こう数カ月の所得と需要を下支えし、景気回復へのつなぎ役の役割を果たすこととなります。1月5日のジョージア州の上院決戦投票の結果を受け、上院で民主党がわずかに優勢となる中（採決で可否が同数となった際に、カマラ・ハリス副大統領の票が有効となる）、今年後半の追加的な財政支援策の可能性が高まっています。しかしながら、新たに民主党が上院の議席を確保したのが伝統的に財政が保守的な州であることを踏まえると、近い将来、財政政策がより大胆にシフトするとは予想していません。

投資への意味合い：基本の見通し

2020年10月の長期経済予測「加速する創造的破壊」で示したように、向こう2、3年、国債利回りはレンジ内に終始する展開を予想しています。各国中央銀行は、向こう12カ月から18カ月に景気が回復するというPIMCOの基本シナリオが裏付けられた場合も含めて、政策金利を引き締めるまでにはかなり時間がかかるとのシグナルを発しています。短期予測の期間中、市場では、景気は回復するもののイールドカーブは抑えられるとの見通しをかなりの程度織り込んでいますが、株式市場とクレジット市場も同様に、パンデミック後の平時への復帰を織り込んでいます。

ロックダウンや活動制限とワクチンの接種の拡大という、プラスとマイナスの要因を勘案して、短期的に国債利回りにはアップサイド・リスクとダウンサイド・リスクの両方があると見ています。PIMCOでは、ほとんどのポートフォリオのデュレーション全般について、中立を予想しています。経済や金融市場が混乱した場合、米国のデュレーションが引き続きキャピタルゲインの源泉になりますが、昨年、米国債のアウトパフォーマンス後ほど目立って有利になることはないかとみています。

デュレーション全般については中立としますが、コア債券のポートフォリオにおいては、中央銀行がイールドカーブの短期部分を抑えつつも、時間が経つにつれて長期部分にインフレ率の上昇が織り込まれていくことを踏まえ、イールドカーブのスティープ化を見越したポジションをとる方針です。短期的にインフレの上振れリスクはほとんど見込んでいませんが、実験的とも言える未曾有の規模の金融・財政政策がとられていることから、長期的なインフレ率については不確実性が大きくなっています。米物価連動国債（TIPS）は価格水準が妥当であり、短期的なインフレ上振れリスクに対するヘッジ手段になるとの見方を継続しています。

基本シナリオの見通しと市場のプライシングを踏まえ、PIMCOのポートフォリオにおいては、スプレッドのポジションをオーバーウエイトとします。具体的には非政府系モーゲージ債やその他のストラクチャード商品、慎重に厳選した企業クレジットのオーバーウエイト、外貨建てエマーシング債のエクスポージャーです。

スプレッドがタイトな一般的な企業クレジットは慎重に避け、クレジット・チームが厳選した銘柄や、ベータの源泉として流動性の高いクレジット・デフォルト・スワップを愛好します。

政府系MBSを引き続き愛好しています。キャリアの面で依然として魅力的な低クーポン銘柄やFRBの手堅い支援が期待できる銘柄と、バリュエーションの面で割安ではなく適正になった銘柄のバランスをとっていきます。

エマーシング市場については、外貨建てエマーシング債のポジションに加え、適切な場面で、厳選した現地通貨建てエマーシング債のポジションをとっていく方針です。流動性を確保する目的と、これらの市場が中期志向である点を踏まえて、ポジションの規模には注意を払います。

通貨のポジションについては、G10主要通貨バスケットに対する米ドルの小幅アンダーウエイトを継続します。また、よりグローバル志向が強いポートフォリオにおいては、厳選したエマーシング通貨のエクスポージャーを継続する方針です。バリュエーションの割安感と、世界の景気サイクルと連動性の高い国の通貨が、予想対象期間の回復の恩恵を受け、米ドルをアウトパフォームすると考えられることがその理由です。

見通しに対するリスク1：財政疲労

当然ながら、PIMCOの経済見通しにはリスクが伴います。さらに投資への意味合いは、こうしたリスクと関連しています。

基本シナリオでは緩和的な金融政策に支えられた財政支援策の継続を前提に景気の回復を予想していますが、第一のリスクとして、財政疲労が大きなリスクになります。特にこの問題は、今年後半から2022年にかけて重要になるとみられます。米国では、ジョージア州の決戦投票を受け、上院で民主党が僅差で過半数を握ることになりましたが、今年後半の注目点は、2022年に実施が予定される法人所得と富裕層への増税に移っていく可能性が高いでしょう。

欧州では、財政刺激策の多くが今年実施されるものであり、成立済みの国の予算や「次世代EU」復興基金からの拠出によるものになります。しかしながら、巨額の財政赤字という現実が現行路線を継続し、必要とあれば追加刺激策を実施したい政策当局に影響を及ぼし始める可能性があります。欧州では来年度の予算編成は夏以降に始まるのが慣例であることから、今年後半に来年度の財政政策の方針変更が視野に入ってくる可能性があります。これに輪をかけるのがドイツ憲法で規定された債務ブレーキで、2020年と2021年については一時的に凍結されましたが、2022年以降は予算削減が必要になります。歳出削減と増税によって将来、財政が引き締められるという予想は、今年の個人消費と企業の支出計画に影響を及ぼし始める可能性があります。

リスク2: 中国が債務削減に再注力

中国経済は1年前の新型コロナに伴う景気後退から力強く回復し、今年に入って強い成長モメンタムを示していますが、政策当局はバブルを回避し、長期的に持続可能な成長を追求するべく、年内には債務削減に再び力を入れるのではないかとみています。このためPIMCOの中国チームは、今年、全般的なクレジットの伸びが低下し、直近でプラスのクレジット・インパルスがマイナスに転じると予想しています。(大まかに言うと、クレジット・インパルスはクレジットの伸び率変化を測る指標であり、一般にクレジットの伸びがGDPの伸びにつながると考えられています。) 債務比率の高い14兆ドルの経済において、クレジットをどれだけ緩和あるいは引き締めるのが適切かを見極めるのは極めて難しいものです。過度な引き締めが予想以上の景気減速を引き起こし、中国の需要に大きく依存する国やセクターに波及することが真のリスクになります。

リスク3: 経済の傷跡

今回の経済見通しにおける最大の不確実性は、経済に残された傷跡によって、個人消費や企業投資の水準や雇用に関する意思決定がパンデミック前の水準に迅速に戻る事が妨げられ、抑制される可能性がある点です。新型コロナ・ショックの性格や規模が前例のないものであることから、家計や企業の行動の変化を押し量ることは困難です。PIMCOの基本シナリオでは、ワクチン接種の拡大に伴い、経済活動の自粛や制限が解かれ、膨大な繰

延需要が顕在化すると想定していますが、家計や企業の消費や投資パターンが長期にわたって慎重なものにとどまる大きなリスクが存在します。また昨年、多くの国で低下した労働参加率が迅速に回復する可能性は低いでしょう。景気回復期においても、政府支援策の失効に伴って、企業のバランスシートや事業モデルが受けた永続的なダメージが顕在化するとみられます。

投資の結論: リスク要因

ワクチン接種の拡大と景気刺激策により、向こう数ヶ月、リスク市場は堅調を維持する可能性はありますが、投資家は過度に楽観的になっているきらいがあり、それは強気のポジショニングがコンセンサスになっている現状にも表れています。前述の様々なリスク要因を踏まえると、今はポートフォリオのポジショニングに慎重になるべきであり、過度な楽観論やリスクを取るべき時ではないと考えます。全般に利回りの水準が低く、スプレッドがタイトで、ボラティリティが低い現状を鑑み、PIMCOでは元本保全と慎重な流動性管理に重きを置く方針です。PIMCOでは、忍耐強くかつ柔軟に動き、市場のボラティリティの上昇に対して防御を固め、より困難な市場環境において超過収益の確保を追求していきます。財政疲労が回復の足枷となり、世界の利回り水準に対する他のリスクを相殺する可能性があります。中国の債務削減は、世界経済全般と、中国の景気サイクルと連動性の高いセクターや国にとってダウンサイド・リスクになります。経済の傷跡のリスクを考慮すると、一時的に大きく落ち込んだレジャーや旅行関連セクターには好機があるものの、今必要なのはエクスポージャーの慎重な管理であり、米ドル安での全般的な銘柄買い入れではありません。最も機動的かつリスクの高いセクターで長期ポジションを取るうえでは、プライベート・クレジット戦略が魅力的な手段になると考えています。

こうした循環的なリスクに加えて、長期経済予測で示したように、長期的な創造的破壊要因から、パンデミック後の回復は、新たな10年の強気相場への幸先の良いスタートとはならないとみています。むしろ、パンデミック後の回復の容易な面が出尽くした後、市場環境は難しくなると予想しています。PIMCOはアクティブ運用者として、質の高いインカムの源泉を重視しつつ、クレジット・セクター全般の銘柄選択によって価値を増やすと共に、最高のグローバルな投資機会の発掘に努めて参ります。

PIMCOの経済予測会議について

ほぼ半世紀にわたって磨かれ、様々な市場環境で実証されてきたPIMCOの投資プロセスは、長期経済予測会議と短期経済予測会議を基盤としています。年に4回、世界各地からPIMCOの投資プロフェッショナルが集結し、世界の金融市場と経済の状況について議論、討論を重ね、投資に関して重要な意味合いを持つと考えられるトレンドを特定します。

年一回開催される長期経済予測会議（セキュラー・フォーラム）では、世界経済の構造変化やトレンドを捉えたポートフォリオを構築するため、向こう3～5年間の見通しに焦点を当てます。毎年セキュラー・フォーラムには、ノーベル賞受賞経済学者、政策当局者、投資家、歴史家などの著名なゲスト・スピーカーを迎え、有益で多面的な知見の提供を受けることで、議論を深めています。また、世界的に著名な経済、政治問題の専門家から構成されるPIMCOのグローバル・アドバイザー・ボードも積極的に参加しています。

年に三回開催される短期経済予測会議（シクリカル・フォーラム）では、向こう6～12カ月間の見通しに注目し、主要先進国やエマージング諸国の景気サイクルのダイナミクスを分析し、金融政策、財政政策、ならびにポートフォリオの構成に影響する市場リスクプレミアムや、相対価値における潜在的な変化を見定めます。

全ての投資にはリスクが伴い、価値は下落する場合があります。**債券市場**への投資は市場、金利、発行体、信用、インフレ、流動性などに関するリスクを伴うことがあります。ほぼ全ての債券及び債券戦略の価値は金利変動の影響を受けます。デュレーションの長い債券及び債券戦略は、より短い債券及び債券戦略と比べて金利感応度と価格変動性が高い傾向にあります。一般に債券価格は金利が上昇すると下落し、現在のような低金利環境ではリスクが高まります。債券取引におけるカウンターパーティーの取引能力の低下が市場流動性の低下や価格変動制の上昇をもたらす可能性があります。債券への投資では換金時に当初元本を上回ることも下回ることもあります。**モーゲージ担保証券や資産担保証券**は金利水準の変化に対する感応度が高い場合があり、期限前償還リスクを伴い、また、一般的には政府または民間保証機関による何らかの保証が付与されていますが、民間保証機関が債務を履行する保証はありません。**連邦政府抵当金庫 (GNMA) が発行する証券**には、米国政府による全面的な保証が付与されています。連邦住宅金融抵当金庫 (FHLMC) と連邦住宅抵当金庫 (FNMA) が発行する証券には、元本と利息の適時返済に機関の保証が付与されていますが、米国政府による全面的な保証は付与されていません。

プライベート・クレジット戦略は高いリスクを内包しています。投資をお考えの場合には、これらの戦略が、運用に関して流動性を必要とせず、投資元本すべての損失の可能性を含む経済的リスクに耐えうる、十分な金融手段を保有している投資家のみ適している点にご留意ください。全ての投資にはリスクが伴い、価値は下落する場合があります。これらの戦略は登録投資商品と同じ規制要件の対象ではありません。パフォーマンスのボラティリティは高くなる可能性があり、投資元本のすべて、もしくは大半を失う可能性があります。

本資料に含まれる予測や推計及び特定の情報は独自のリサーチを基としており、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。結果が保証されるものではありません。

金融市場動向やポートフォリオ戦略に関する説明は現在の市場環境に基づくものであり、市場環境は変化します。本資料で言及した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効である、またはあらゆる投資家に相応しいという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。見直しおよび戦略は予告なしに変更される場合があります。

ここでの「割安」、「割高」という用語は、当該証券や資産クラスの長期平均並びに運用担当者の将来予想価格を大幅に下回る、あるいは上回るという意味で使われています。将来の運用成果や、証券の評価による利益の確定または損失の回避が保証されるものではありません。

アルファとは、リスク調整後の運用成績を計る指標であり、ポートフォリオのリスク調整後の運用成績のボラティリティ（価格変動リスク）とベンチマーク・インデックスを比較することによって求められます。つまり、ベンチマークに対する超過リターンがアルファを構成します。ベータとは、市場変動に対する価格の感応度を計る指標であり、マーケット・ベータは1と定義されます。**デュレーション**は、債券価格の金利変動に対する感応度を計測するものであり、単位は年で表されます。

本資料には、本資料作成時点での運用担当者の見解が含まれていますが、これは必ずしもPIMCOグループの見解ではありません。著者の見解は、予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、デリバティブ取引等の価値、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況や信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。弊社が行う金融商品取引業に関してお客様にご負担頂く手数料等には、弊社に対する報酬及び有価証券等の売買手数料や保管費用等の諸費用がありますが、それらの報酬及び諸費用の種類ごと及び合計の金額・上限額・計算方法は、投資戦略や運用の状況、期間、残高等により異なるため表示することができません。PIMCOは、アライアンス・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エル・ピーの米国およびその他の国における商標です。本資料の一部、もしくは全部を画面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。2021年

(注)PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味し、その関係会社を含むグループ総称として用いられることがあります。

ピムコジャパンリミテッド 〒105-0001 東京都港区虎ノ門4-1-28 虎ノ門タワーズオフィス18階 TEL: 03-5777-8150

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第382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