



2022年以降に向けたリスク：中央銀行の政策、中国、新型コロナウイルスの動向

グレゴリー・ピータース、共同チーフ・インベストメント・オフィサー

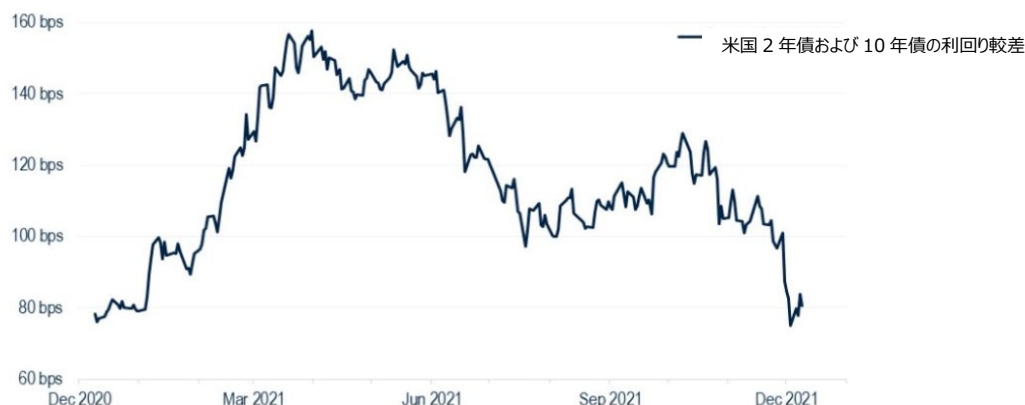
新型コロナウイルスの感染拡大から約2年、我々は引き続き外生的リスクに満ちた世界で生活し、また投資行動を続けている。こうした環境の中、市場力学に大きな変化をもたらす可能性のある重大なリスクが出現しつつあることを考慮すれば、我々は常に中核的な見解について精査し、また再検証する必要がある。本稿では、2022年に向けて我々が注視している3つの主要なマクロ経済リスクについて取り上げる。

主要なリスクとして、金融政策の失敗が挙げられることは間違いないだろう。特に各国の中央銀行がインフレを抑制しようとするあまり、拙速で早急な行動に出ることは政策ミスとなり得る。こうした動きは既に見られ始めており、英国やノルウェーの中央銀行が足元で政策金利を引き上げたほか、[米連邦準備制度理事会（FRB）](#)は柔軟な平均インフレ目標を導入から比較的短期間で放棄したように見られ、従来の想定よりも速いペースで利上げを実施することを示唆し始めている。

消費者物価が大方の予想を上回る速さで上昇したことは疑いようもないが、現在のインフレの構図はFRBの手に負えない部分が多く、当局が他への影響を考慮することなく使い古された教科書通りの政策対応を行うという危険性を孕んでいる。金利を引き上げて経済状況を全体的に引き締めたとしても、カリフォルニア南部の港における深刻な渋滞や、労働力不足が緩和される訳ではない。むしろ、経済の供給面が回復に向かい労働力人口が増加する中で、こうした安易な政策によって経済成長が阻害される危険性がある。金融政策の遅効性によって、今サイクルにおける金融引き締めは特に難しいものとなっている。

FRBや他の主要中央銀行による金融政策の失敗の兆しが債券市場の動きからも見て取れる。足元の市場ボラティリティを受けてイールドカーブは急激にフラット化しているが（図1）、これはタカ派的な政策転換が最終的に長期的な成長見通しを損ねるといった懸念が広がっていることを示している。

図1：米国2年債および10年債の利回り較差が急激に縮小している



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

現時点で、こうしたボラティリティの高まりは、[米国国債市場で顕著に見られる](#)が（図 2）、政策当局が今後もタカ派的な姿勢を強めていけば、株式や他の広範なリスク市場に波及する可能性が極めて高いだろう。

図 2：米国国債のインプライド・ボラティリティが上昇している



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

政治経済の分野では、中国の経済的課題に対する政策対応が世界経済を揺るがす可能性がある。

今年に入って、中国経済の 1/3 近くを占める不動産セクターで燻り続けていた債務問題は、恒大集団と佳兆業集団がデフォルトに陥ったことにより本格的な崩壊へと変化した。過剰債務とレバレッジによって、鈍化する経済成長を押し上げるという中国の経済手法は持続可能な限界に近づきつつある。中国は典型的な債務の罠に陥っており、当局が今後も債務に対して債務で対処していくことは難しくなるだろう（図 3）。

図 3：中国の企業債務が拡大している（対 GDP 比）



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

しかし、中国における企業部門の投資効率の悪化が続くと見られる中、最終的に中国経済は信用拡大の限界に達するだろう（図 4）。新型コロナウイルスに伴う度重なるロックダウン（都市封鎖）やエネルギー不足が経済全体に影響を与えるような場合には、この問題は特に深刻なものとなる。

図 4：中国社債はエマージング市場のベンチマーク指標に対してアンダーパフォームしている

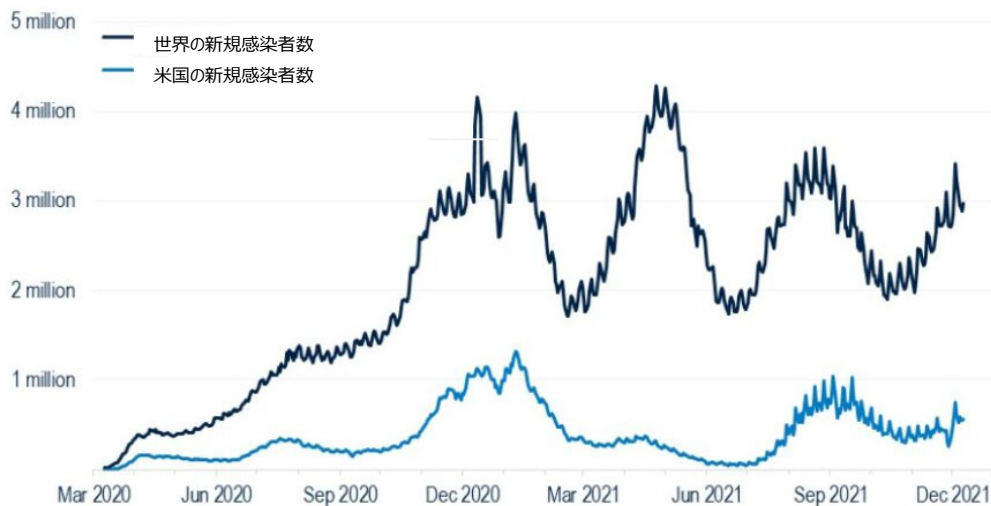


出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

中国経済において既に直面する下方圧力と、人口動態の問題がますます高まる中で、過剰債務が中国の長期的な成長力にどのような意味を持つかという点については、大きな疑問が残る。我々は 2022 年の中国の成長率は 4.5%程度に減速すると予想しているが、これは過去 10 年間の通常ペースであった 8%程度の成長率からは程遠い水準となる。中国が世界経済にとって成長の原動力となる時代は終わり、中国の需要減退に伴う影響は 2022 年とその先 10 年間にわたり、投資家にとって重大なリスクになると我々は見ている。

最後に、新型コロナウイルスは今後も燻り続けるリスク要因となる。我々にとって長らく「既知の未知」であったオミクロン株の出現は、特に驚くべきことではない。我々は投資家であり、疫学者ではないものの、新型コロナウイルスが経済成長にとって脅威となること、およびウイルスを巡る状況の違いにより世界各国の回復に向けた道筋が大きく異なることも明らかである。新型コロナウイルスは必然的に日常生活の一部となり、世界経済にとっても長期にわたる定常状態となるだろう。しかし、新たなウイルス感染の波が世界的なサプライチェーンの回復を遅らせ、これが継続的なインフレ圧力となる可能性があるなど、短期的に見れば新型コロナウイルスの動向が中央銀行の政策運営をより難しくしている（図 5）。より重要なのは、世界の経済成長は不確実性に悩まされ続け、本質的にボラティリティと不透明感が高まるということである。このように新型コロナウイルスが内包する外生的リスクによって、中央銀行が政策ミスを犯す可能性が高まっている。

図 5：週次の新型コロナウイルス新規感染者数は世界的に急増している



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

史上類を見ない不確実性の高い時代だからこそ、日々変化し続けるリスクに対応するために、我々は常に中核的な見解を再検証する必要があります。一方で、究極的に言えば、リスクは機会を提供するものでもある。世界各国の成長率や資産毎のパフォーマンスに差があることにより、しばしば超過収益獲得の機会が生まれる。2020 年、2021 年とベータが好調だったが、不確実性の大きな高まり、および不確実性がもたらす帰結に大きな差が生じる可能性があるような局面では、単に市場を追従することでさえ非常に難しい。こうした大きなリスクはあるものの、今後数年間にわたって超過収益を獲得できる大きな機会があると我々は考えている。

本資料は 2021 年 12 月 22 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所（特に断りのない限り）：PGIM フィクスト・インカム。我々は、本稿における情報の正確性について何ら保証するものではありません。本稿に記載の見通しは、情報提供のみを目的としたものであり、本稿執筆時の我々の見解を示したものです。見通しの根拠となっている前提条件および我々の見解は、変更されることがあります。過去の業績は、将来の業績を保証するものでも、信頼できる指標でもありません。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報に変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していただきません。本資料に記載された証券または金融商品についてはご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁 (Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービスライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり (登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されます。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号：49012) カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"RISKS FOR 2022 AND BEYOND: CENTRAL BANKS, CHINA, AND COVID"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392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
PGIMJ86997