



2021年グローバル債券市場見通し

危機から回復へー今後の道のり

“私は2021年については慎重ながら楽観的な見方をしており、『慎重ながら』という言葉がポイントになります。これまでのところ、米国の景気回復は我々が予想した通りであり、予想以上です。驚異的な粘り強さを見せており、新型コロナウイルス感染拡大に端を発する景気後退から回復し続けることが可能と考えます。しかし、米国経済はすでに構造的な打撃を受けており、新たなロックダウンが景気回復の足かせになる可能性があります。この先、マクロ経済の振幅が大きくなる可能性があり、構造的な変化がすでに進行する中、足元の環境下では考え抜かれた高度なファンダメンタルズ分析が必要になる点については強調しすぎることはありません。投資戦略で成果を上げるには積極的な資産選別が重要になると考えます。”

ソナル・デサイ、Ph.D

フランクリン・テンプレトン債券グループ

最高投資責任者(CIO)

エグゼクティブ・バイス・プレジデント

力強い景気回復ながら、試練は終わらず

私は2021年については慎重ながら楽観的な見方をしており、「慎重ながら」という言葉がポイントになります。

米国経済は驚異的な粘り強さを見せており、新型コロナウイルス感染拡大に端を発する景気後退から回復するスタミナはまだ温存されているとみられます。各州が半年ほど前にロックダウンを緩和したことをきっかけに個人消費が持ち直し、国内総生産(GDP)と雇用はV字回復となりました。財政・金融支援も決定打となり、今後もその成果は表れ続けるとみられます。個人貯蓄率は高止まりし、15%近くに達しています。家計の信用力も改善し、平均信用スコアは記録が残る2005年以降で最高水準に達しており、将来の支出に向けて余力を蓄えています¹。

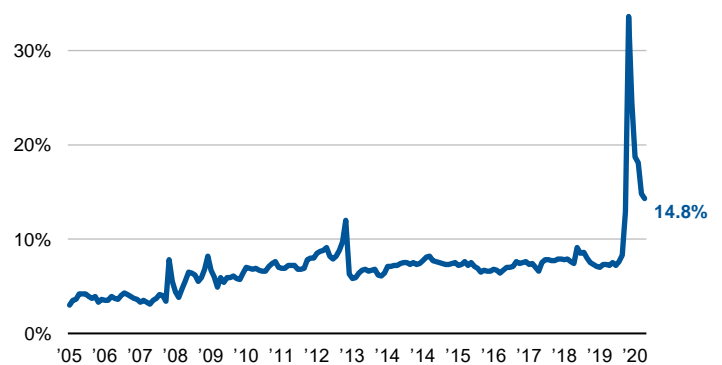
消費と雇用はすでに2度のショックに耐えながら回復しています。夏場の新型コロナウイルスの感染拡大第2波と異例な経済対策の7月の期限切れです。その結果、冬場に感染が再拡大したとしても経済活動はうまく対応できるとの楽観的な見方も浮上しています。また、入院や死亡者の数が新規感染者数ほど増加しておらず、感染拡大の勢いは比

将来の支出に向けて余力を蓄える消費者

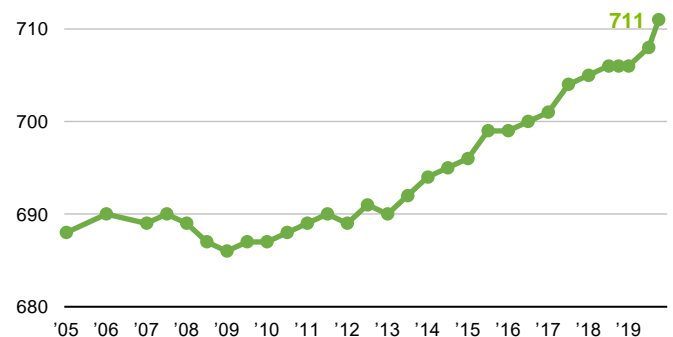
米国の個人貯蓄率と平均FICOスコア

2005年10月～2020年9月

米国の個人貯蓄率（可処分所得に対する割合）



米国の平均FICO信用スコア



出所：フランクリン・テンプレトン債券リサーチ、米国商務省経済分析局（BEA）、フェア・アイザック・コーポレーション（FICO）。2020年9月時点および2020年7月時点（FICO）。重要なデータの提供先については www.franklintempletondatasources.com をご参照ください。

較的鈍化しつつあります。これは新規感染者の中で比較的強いウイルス耐性を持つ若年層が増えていることが一因です。また、効果的な治療法をめぐるノウハウが改善していることも要因のひとつです。

景気回復の道のりを歩む

フランクリン・テンプレートン・ギャロップ・エコノミクス・オブ・リカバリーの共同調査によると、旅行、外食、ショッピングから出勤に至る米国人の一連の経済活動への意欲も、感染拡大第2波、第3波を乗り越える耐性を示しています。しかし、大多数の人々が安心して完全に正常な行動パターンに戻るには有効なワクチンの投入が不可欠である可能性があることも明らかになっています。

また、ワクチン開発をめぐる足元のニュースも明るい材料となっています。製薬企業のファイザーとモデルナは、米国の大統領選直後にそれぞれ新型ワクチンの治験でおよそ95%の有効性が示されたと発表しました。いまのところ来春までには極めて有効性が高いワクチンが普及する可能性は高いようです。

11月の米国の大統領選は終わりました。執筆時点で公式結果がすべて出そろっているわけではありませんが、次期大統領としてジョー・バイデン氏の当選が確実となっているようです。しかし、同時に民主党は下院で過半数議席を減らしており、共和党は2議席をめぐり1月に予定されているジョージア州の決選投票で勝てば、上院で過半数を維持できる見通しです。

ねじれ議会は経済の先行きに恩恵をもたらす可能性もあります。政策や規制が大幅に変更されれば、経済全体や特定のセクターに悪影響を及ぼす恐れがありますが、ねじれ議会によってその可能性は低くなるからです。

私は今年末から2021年第1四半期にかけて大規模な追加の経済対策が成立すると予想しています。共和党が上院で過半数を維持すれば、我々が「ブルースウィープ（民主党が大統領職のみならず、上下両院をも押さえる）」シナリオで予想していたほど大型の経済対策にはならない可能性があります。それでも規模は極めて大きい経済対策になる見通しです。

ワクチン開発を受けて米国以外の地域の経済見通しも明るさが増すとみられます。新型コロナウイルスの感染再拡大で一部の国の政府が社会・経済活動への強力な規制を再導入せざるを得なくなっている欧州は特にそうです。

慎重ながら楽観的

私は「慎重ながら」という言葉がポイントになると言いました。ワクチンの有効性と安全性が確認されれば、次はワクチンを生産し、広く行き渡らせる必要がありますが、それは決して容易なことではありません。さらに、ギャロップとの共同調査によると、ワクチンの接種を望む米国人は3分の1から半数にすぎません。大多数の米国人にワクチンを接種する意志がなければ、極めて有効性が高いワクチンであっても感染を急激に抑え込み、経済活動を正常な状態に復帰させることはできないと考えます。

一方、粘り強さを見せる米国経済も大きな痛手を被っており、そうした痛手の一部は長引く可能性があります。恒久的失業は2月以降、240万人増加し、求人数はすでにコロナ禍前の水準を上回っているものの、恒久的失業は失業者の増加分の半数近くを占めます²。これはスキルの構造的なミスマッチが表面化していることを示している可能性があり、コロナ不況が一部のセクターにひととき大きな打撃をもたらしていることと関係していると思われます。長引く学校の休校も長期的に大きな影響を及ぼす可能性があります。リモート教育は対面教育には大きく劣ります。特に低学年や低所得者層の子供の場合はそうです。学生のスキルの低下や所得減の可能性、経済の生産性の低下という観点からすると、長期的な打撃は現在、認識している以上に深刻なものとなる可能性があります。

米国が新たに広範なロックダウンに踏み切ることになれば、影響は深刻化し、二番底の不況に陥る可能性もあります。

今後数ヶ月間に及ぶ政策当局の対応は足元の景気回復や2021年の先行きにとって極めて重要な意味を持ちますが、長期的な先行きにとってはそれ以上にはるかに重要なものとなると考えます。このように我々は多くの不確定要素や大きな経済不均衡、金融・財政面で前例のない政策を抱えたまま2021年を迎えます。株価や債券利回りは政局や公衆衛生をめぐる報道を受けて大きく変動していますが、それも驚くには値しません。

また、市場は異例の財政・金融政策と支援策がもたらすインフレ効果の可能性を過小評価している可能性があります。さらに、足元のコロナ禍や貿易相手国との緊張関係の継続によりサプライチェーンの国内回帰や切り替えが進む可能性もあります（米国の政権交代にもかかわらず、米中関係の緊張は続くとも見ています）。景気は十分に持ち直す余地があり、財政・金融政策はすでに発動され、追加対策が検討される中、成長率と物価が予想以上に早く回復する可能性も否定できません。

インフレ率が大きく上昇するとは予想していませんが、物価の上昇率が多少加速しただけで大半の市場参加者の楽観的な予想を上回り、2021年に米国国債のイールドカーブは一段とスティープ化すると予想されます。

最後に、マクロ経済の振幅が大きくなる可能性があると同時に、パンデミックをきっかけに長期的な構造変化が引き起こされ、加速しているという事実は、質の高いファンダメンタルズ分析をベースに積極的に資産選別を行うことが投資戦略で成果を上げる重要なカギになるという我々の見方を裏付けるものとなっています。分散投資の一環として、また、経験則から株式に比べボラティリティが低い資産として債券への資金配分は多くの運用ポートフォリオにとって引き続き重要な役割を担うと考えます。しかし、信用という観点からすると、ボトムアップ型の資産選別ほど重要なものはないとみています。

市場は不確定要素を適切に織り込んでおらず、バリュエーションが多くのセクターで懸念材料となっています。明確に割安感が残っている分野は見当たりません。それどころか、商業用不動産など一部のセクターはなお危うさを抱えています。持続可能な財政基盤の確保に向けて多くの州で増税を迫られる可能性が高いだけに、非課税の地方債が一段と貴重な投資機会になる可能性が高くなっています。米国以外

の債券も厳選された投資機会を提供します。欧州での大規模な経済対策と欧州中央銀行(ECB)の金融緩和政策というポリシーミックスは、欧州の国債を下支える要因となるとみられます。

2021年は試練の年となりますが、同様に成果がもたらされる可能性もあると考えます。

注釈

1. 出所: フランクリン・템플トン債券リサーチ、米国商務省経済分析局 (BEA)、フェア・アイザック・コーポレーション (FICO)。2020年9月時点および2020年7月時点 (FICO)。
2. 出所: フランクリン・템플トン債券リサーチ、米国商務省経済分析局 (BEA)。2020年10月時点。

リスクについて

すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。外国証券への投資には政治経済情勢や取引慣行、情報の入手可能性、流動性、為替変動、政策などに係るリスクを含む特別なリスクを伴います。分散投資は利益を保証するものでも損失リスクを回避するものでもありません。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton(「FT」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

<当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン・templton(フランクリン・templton・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。)の資料をもとに、フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391号

加入協会／ 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

