

「2022 年の世界経済・日本経済展望」

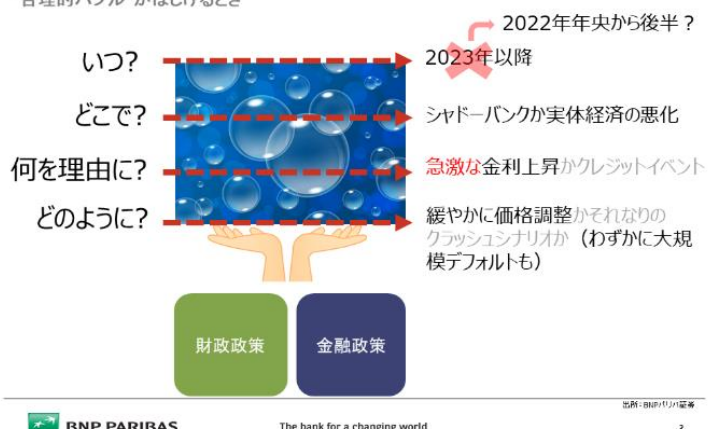
BNP パリバ証券株式会社

グローバルマーケット統括本部 副会長 中空 麻奈

BNP パリバ証券の中空麻奈です。本日は、2022 年の世界経済・日本経済について、お話しいたします。

サマリー

“合理的バブル”がはじけるときの



まずサマリーからです。現状がどうなっているかということで、真ん中にバブルを両手で支えている絵があります。「金融政策と財政政策で長く支えてきた」ことを表しています。この状態が恣意的に作られてきましたので、私はこれを合理的バブルと呼んでいます。この合理的バブルが、どこかで弾けるかもしれないと思いながら数年間経っている状況です。ところが2022年は、アメリカを中心に世界の中央銀行が金融政策を変更しようとしており、合理的バブルが弾けることをいよいよ考えなければなりません。「いつ?」ですが、昨年までは2023年以降と話していましたが、アメリカのFOMCは金融

引き締め開始を前倒しで進めるようであり、2022年の年央から後半に早まると思います。FRBのバランスシートの縮小が鍵になってきます。「どこで?」は、シャドーバンクが実体経済の綻びから。「何を理由に?」は、急激な金利上昇がクレジットイベントです。「急激な」が赤書きされているのは、元来景気が回復しインフレになると金利は当然上がりますが、急激に上がることは想定していませんので、そうなった場合は可能性があるということです。「どのように?」は、恣意的に相場は作られてきましたので、金利も恣意的に緩やかに上昇させていければ、クラッシュは起こらず緩やかな価格調整に終わると考えています。

1. 世界経済見通し

世界経済見通し①

GDP見通し(2021年11月現在)

GDP	年あたり伸び率 (% y/y)				四半期伸び率 (% q/q)							
	2021	2022	2023	2021				2022				
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
日本	1.7	2.6	1.6	-1.1	0.4	-0.8	1.3	1.0	0.7	0.5	0.6	
米国	5.5	4.7	2.8	1.5	1.6	0.5	1.3	1.4	1.4	0.9	0.7	
EU圏	5.0	4.2	3.0	-0.3	2.1	2.2	0.4	0.6	1.1	1.1	0.9	
ドイツ	2.6	3.6	3.6	-1.9	1.9	1.8	0.0	0.5	1.0	1.4	1.1	
フランス	6.7	4.2	2.5	0.1	1.3	3.0	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	
イタリア	6.3	4.9	3.0	0.3	2.7	2.6	0.7	0.9	1.2	0.9	0.8	
スペイン	4.3	5.4	3.5	-0.6	1.1	2.0	1.1	1.1	1.6	1.3	1.0	
中国	7.9	5.3	5.5	0.2	1.2	0.2	1.0	1.3	1.8	1.5	1.3	
英国	7.1	5.4	2.1	-1.4	5.5	1.3	1.4	1.3	0.8	0.7	0.6	
新興国（統合）	5.6	5.3	3.8	1.2	-3.0	3.4	2.3	1.2	1.0	0.7	0.9	
中東・米	6.3	1.5	2.0	1.5	0.1	1.1	0.5	0.1	0.1	0.3	0.4	
中東・アフリカ	5.0	3.8	3.1	0.7	0.7	1.1	1.7	1.2	0.7	0.1	0.7	
東アジア	5.9	8.2	5.2	1.4	-6.9	6.1	3.5	1.6	1.5	1.4	1.3	

(1)2021年Q1、Q2、Q3は実績値
(2)その他のデータは推定可能な範囲での値
(3)GDP予測値はIMFデータ(世界GDPの82%がカバー)、残り18%はIMFの予測値
(4)IMFデータはIMFデータを利用、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、UAEを含む、中国は除く
(5)IMFデータも除く中国、(6)図表中黄色は上方修正、グレーは下方修正



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: National Statistical Agencies, Macrobond, BNPパリバ証券

5

世界経済の見通しに移ります。GDP(国内総生産)の伸び率ですが、足元2022年Q1はグレーが目立ちます。グレーは下方修正、黄色は上方修正を表しており、景気の見通しは思ったより良くありません。それは、オミクロン株が意外と大変だったということです。人流が止まり、ロックダウンもあり景気回復が遅れたので足元は下方修正。しかし、コロナやオミクロン株へこれまで多く学習してきたので、この状況は長く続かないとの見方から、少し先は上方修正になっています。

1. 世界経済見通し

世界経済見通し②

■ CPI見通し(2021年11月現在)

CPI	年あたり伸び率 (% y/y)			四半期伸び率 (% y/y)							
	2021	2022	2023	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
日本	-0.2	0.7	0.5	-0.5	-0.7	-0.2	0.6	0.3	1.0	0.8	0.7
米国	4.7	4.6	2.1	1.9	4.8	5.3	6.7	6.8	5.2	4.0	2.6
ユーロ圏	2.5	3.1	2.0	1.1	1.8	2.8	4.3	3.8	3.5	2.9	2.1
中国	0.9	2.1	2.5	0.0	1.1	0.8	1.6	1.4	1.8	2.6	2.7
英国	2.5	4.5	2.1	0.6	2.0	2.8	4.5	5.1	5.2	4.4	3.3
新興国 (統合)	5.4	5.8	4.2	4.3	5.5	5.6	6.1	6.5	6.0	5.7	5.1
中東米	6.6	6.8	4.0	4.3	6.3	7.4	8.3	8.2	7.4	6.4	5.1
中東欧・アフリカ	7.0	7.6	5.2	5.8	6.8	7.1	8.2	8.6	8.4	7.2	6.3
東南アジア	3.8	4.0	3.6	3.1	4.1	3.7	3.7	4.3	3.9	4.2	4.1

(1)2021年Q1、Q2、Q3は実績値
(2)その他データは測定可能な範囲での値
(3)GDP予測値はBNPパリバ証券(世界GDPの82%がカバー)、残り18%はIMFの予測値
(4)EMデータはIMFデータを利用、パナマ、クウェート、オマーン、カタール、UAEを含み、中国は除く
(5)EMデータも除く中国、(6)図表中黄色は上方修正、グレーは下方修正



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: National Statistical Agencies, Macrobond, BNPパリバ証券

6

インフレがどうなってくるかですが、2020 年に始まったコロナが 3 年目に入ってきていることで、我慢も徐々に緩んできており、昨年対比で CPI(消費者物価指数)は上昇しています。景気が持ち直してインフレになり、金利が上昇して金融政策が転換されることが 2022 年の特徴になると思います。この数年間は世界中で金融政策は緩和の方向でしたので、そういう意味では大転換点を迎えると言っても過言ではありません。

1. 世界経済見通し

■ 2022 年金融市場・クレジットカレンダー (前半)

1月	4月
1日 東アジア地域包括的経済連携(RCEP)協定が発効、(欧) フランス上 半期EU議長団へ、(欧) ドイツG7議長団	1日 (日) 成人年齢が18歳に引き下げられる、年金開始年齢引き上げ 4日 (日) 日本取引所グループ、東京証券取引所の 3 市場区分開始
17日 (日) 日銀金融政策決定会合(～18日)、ユーログループ会合	10日 (欧) フランス大統領選挙第1回投票
25日 (米) FOMC(～26日)	12日 (米) 3月CPI発表
30日 (欧) ボルトガル議会選挙	14日 (欧) ECB理事会
31日 (中) 旧正月休暇(～6日)	22日 (世) IMF・世界銀行年次総会等ワシントン
月内 (欧) イタリヤ、大統領選挙	24日 (欧) フランス大統領選挙第2回投票
月内 (米) 大統領一般教書演説	27日 (日) 日銀金融政策決定会合(～28日)
2月	5月
3日 (欧) ECB理事会、(欧) 金融政策委員会	3日 (米) FOMC(～4日)
4日 (中国(香港)) 第24回冬季オリンピック開催(～20日)	5日 (高) 金融政策委員会
5日 (米) バウエル議長 2 期目	8日 (欧) ドイツシュレースビヒ・ホルシュタイン州議会選挙
10日 (米) 1月CPI発表	11日 (米) 4月CPI発表
12日 (欧) EU欧州評議会	17日 (欧) ドイツノルトライン・ヴェストファーレン州議会選挙
13日 (欧) ドイツ大統領選挙	月内 (新) フィリピン大統領選挙
月内 (米) 大統領が予言 演説を演説へ提出	
3月	6月
4日 (中国(香港)) 第24回冬季オリンピック開催(～13日)	9日 (欧) ECB理事会
5日 (中) 中国全国人民代表大会大会	10日 (米) 5月CPI発表
9日 (新) 韓国大統領選挙	12日 (欧) フランス国民議会選挙第1回投票
10日 (欧) 特別欧州理事会、(欧) ECB理事会、(米) 2月CPI発表	14日 (米) FOMC(～15日)
15日 (米) FOMC(～16日)	16日 (日) 日銀金融政策決定会合(～17日)、(英) 金融政策委員会
17日 (日) 日銀金融政策決定会合(～18日)、(英) 金融政策委員会	19日 (欧) フランス国民議会選挙第2回投票
23日 (欧) EU首脳会議(～24日)	23日 (欧) EU首脳会議
27日 (欧) ドイツ・ザールラント州議会選挙	月内 IFRS、気候変動リスク開示基準作成
月内 (米) FRB、チャールズ・ウィットマン議長	



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所:各種報道資料等よりBNPパリバ証券
注:図表中ピンクは選挙、青は中央銀行金融政策決定会合

7

クレジットカレンダーを見ておきます。ピンク色は選挙を表しており、2022 年は選挙が多いことが特徴の一つです。選挙が多いことは、政治的に大衆に迎合する、つまり財政を使うことが起きやすくなります。これが世界中で起きますので、冒頭に触れた金融政策と財政政策について、金融政策は緩和から引き締めに変わるが、財政政策は支えていくことが続けられるであろうと考えます。

1. 世界経済見通し

■ 2022 年金融市場・クレジットカレンダー (後半)

7月	10月
1日 (欧) チェコがEU議案に敗北	2日 (英) 保守党大会@バーミンガム、(新) ブラジル大統領選挙
10日 (日) 参議院議員選挙	13日 (米) 9月CPI発表
13日 (米) 6月CPI発表	14日 (世) IMF・世界銀行年次総会等モロッコ
20日 (日) 日銀金融政策決定会合(～21日)	27日 (日) 日銀金融政策決定会合(～28日)、(欧) ECB理事会
21日 (欧) ECB理事会	30日 (新) G20サミット開催(～31日)
26日 (米) FOMC(～27日)	月内 (中) 中共党第20回大会(～11月)
8月	11月
4日 (英) 金融政策委員会	1日 (米) FOMC(～2日)
10日 (米) 7月CPI発表	3日 (米) 金融政策委員会
月内 (中) 北戴河会議	7日 (世) COP27開催(～18日) @エジプト
月内 (米) ジャクソンホール会議	8日 (米) 中間選挙(上院は約3分の1、下院は全議席)
9月	12月
8日 (欧) ECB理事会	10日 (米) 10月CPI発表
11日 (欧) スウェーデン議会選挙	中旬 (中) 中央経済工作会議
13日 (米) 8月CPI発表	13日 (米) FOMC(～14日)、(米) 11月CPI発表
15日 (英) 金融政策委員会	15日 (欧) ECB理事会、(英) 金融政策委員会
20日 (米) FOMC(～21日)	19日 (日) 日銀金融政策決定会合(～20日)
21日 @ニューヨーク	
24日 (高) 労働党大会@リバプール(～28日)	
29日 (中) 日 中国交正常化50年	



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所:各種報道資料等よりBNPパリバ証券
注:図表中ピンクは選挙、青は中央銀行金融政策決定会合

8

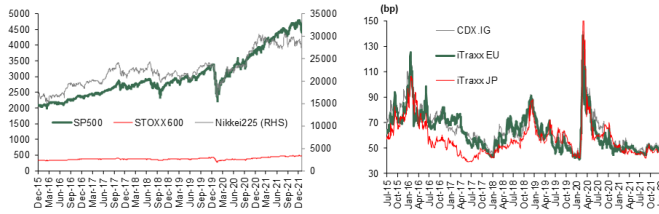
青色は中央銀行の金融政策決定会合を表しています。選挙と金融政策の変更を順繰りに見ながら、どこにボラティリティが生じやすいかを見ていく流れとなります。

2. クレジット市場見通し

株は動けどクレジットは踊らず

① 株価推移(日経平均・SP500・STOXX600)

② IG CDS推移



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所:ブルームバーグ、BNPパリバ証券
10

ここからは、クレジット市場を見ていきます。株は企業の将来性を期待し株価の上昇を見ていきますが、クレジットは借金です。会社や国が発行する債券がその借金で、返済力があるほど発行体は信用力を持つことになり、それをどれだけ上乗せするかで見ていきます。例えば右のグラフで2020年冒頭にスプレッドが急に大きく広がっているのは、コロナで信用力が世界的に無くなり上乗せ金利が必要となったからです。そこから信用力は急速に改善してスプレッドが狭まり今に至っています。多少凸凹があっても低く安定しています。

2. クレジット市場見通し

金融政策転換点へ

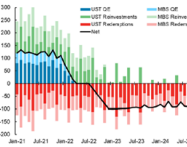
① 主要国の金利見直し

② 金利上昇局面でも、株価は上昇、スプレッドはタイト化

	2022				2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
米国					
10年債	0.40	0.65	0.90	1.15	2.15
2年債	1.15	1.40	1.80	1.75	2.10
10年債	1.70	1.80	1.90	2.00	2.30
30年債	2.10	2.20	2.25	2.30	2.50
欧州					
10年債	-0.50	-0.50	0.50	-0.50	-0.10
2年債	-0.60	-0.55	-0.50	-0.50	0.00
10年債	0.00	0.05	0.05	0.10	0.40
30年債	0.35	0.45	0.50	0.55	0.60
ドイツ国債とのスプレッド					
フランス	45	35	30	35	30
イタリア	135	140	140	145	160
スペイン	75	80	85	95	105
日本					
10年債	0.25	0.50	0.50	0.75	1.25
2年債	0.65	0.80	0.85	1.10	1.40
10年債	1.10	1.20	1.30	1.45	1.75
30年債	1.20	1.35	1.55	1.75	2.25
日本					
10年債	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
2年債	-0.11	-0.10	-0.10	-0.10	-0.09
10年債	0.12	0.14	0.15	0.18	0.20
30年債	0.68	0.68	0.75	0.80	0.85

期間	はじまり	終わり	米10年国債利回り上昇幅	S&P500変化率	CDX IG変化率
1	2013.5	2013.12	1.40%	14.10%	-25.50%
2	2015.1	2015.6	0.84%	4.97%	-6.10%
3	2016.7	2017.3	1.27%	10.80%	-9.14%
4	2017.9	2018.11	1.20%	13.00%	7.25%
5	2020.8	2021.2	1.01%	13.70%	-15.20%

③ FRBのバランスシート予想



④ ECB:QE



- ポイントはいづ中央銀行のバランスシートが削減されるか
- FRBのバランスシート縮小は前回より迅速化される? 3月会合で最初の利上げ、QTが実施されるまでは米国債とMESの償還金はすべて再投資。7月10日となり、上限は月200億からスタート、毎月200億ずつ引き上げられ、2022年12月には月1000億へ。2022年8月から縮小?
- ECBはそれより遅い2022年後半には縮小開始?

BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所:ブルームバーグ、US Treasuries, Federal Reserve, BNPパリバ証券
11

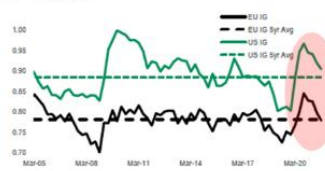
先程金融政策の転換点が到来すると言いましたが、中央銀行による金利引き上げは、クレジットスプレッドに対してはさほど影響がありません。右上の表ですが、過去5回の金利上昇局面の状況が示されています。金利の上昇は景気が良いからで当然株価も高くなり、いずれのケースも株価が上がっています。一方最終列のクレジットは、スプレッドは概ねタイトです。タイトであるほど信用力が改善していることであり、5回のうち4回がそうでした。ただ4番目のケースはスプレッドがワイドになっており、私たちはここへ注目しています。実はこれはバランスシートが初めて縮小した時期なのです。

従って、クレジットマーケットで重要視すべきことは、いつ FED のバランスシートが縮小するかです。先程2022年8月以降には縮小が始まると予想しましたが、この辺からクレジットリスクの顕在化をウォッチしておく必要があると思います。つまり2022年は、金融政策の変更によるFEDのバランスシート縮小で、年後半以降少しずつリスクが出てくると考えています。

2. クレジット市場見通し

クレジットファンダメンタルズは悪化と言うほどではないものの...

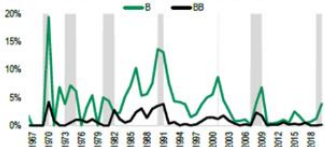
① 当座比率



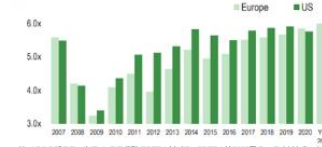
② 設備投資計画(米国企業、前年変化率)



③ デフォルト率(B格、BB格それぞれの年別)



④ LBOレバレッジ



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

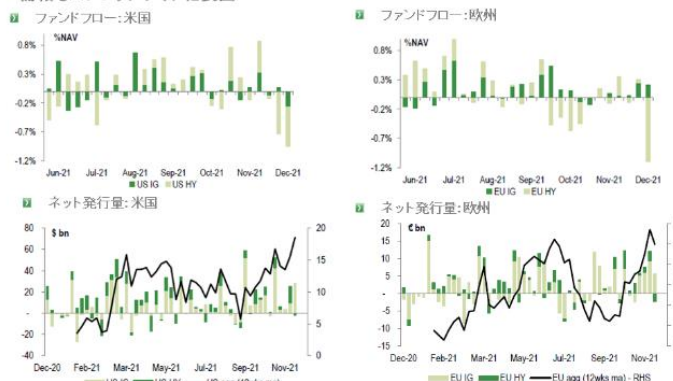
出所:ブルームバーグ、Federal Reserve Bank of ST Louis,ムーディーズ、Capital IQ、BNPパリバ証券
12

クレジットスプレッドを決める要素についても見ておきます。クレジットスプレッドとは、前述のとおり信用力です。この信用力を形成する要素には、金利水準、ファンダメンタルズ、需給、アノマリー(季節性)、心理的圧迫、流動性などがあります。金利は既に触れましたので、ファンダメンタルズと需給に関して説明します。まずファンダメンタルズです。左上グラフの当座比率は現金をどれだけ持っているかの比率ですが、現金を多く持っていればクレジットは悪くなり信用力が高くなります。足元は信用力が高いところから少し悪くなってきたところです。過去平均に比べると、まだ悪化と言える状況では

ありません。左下グラフのデフォルト率を見ても、格付が低い「B」は上昇していますが、「BB」になるとほぼ変わらないレベルです。一部リスクが高いものは悪くなっていますが、大半はそうでないと推測できますので、クレジットのファンダメンタルズはそれほど悪化していないことが分かります。

2. クレジット市場見通し

需給もスプレッドワイド化要因



2. クレジット市場見通し

これからのクレジットスプレッドシナリオ

US IG スプレッド見通し



➢ 転換点にあるとは言え、金利は相応に低く、クレジットファンダメンタルズはまだ悪化していないことによりスプレッドはサポートされる。ただし、需給は悪化傾向にあり、これがスプレッドをワイド化させる

➢ スプレッドは時折イベントをこなす際にボラティリティが出て、緩やかなワイド化

➢ ただし、それ程過度なワイド化ではなく、「レンジ相場」の2022年になるのではないかと、クレジット投資は「Carry is King」を継続

	米国			欧州		
BNP P2022予想	IG	HY	LL	IG	HY	LL
現在スプレッド	98	317	449	92	301	400
BNP P2022予想	140	410	465	130	380	445
変化	42	93	16	38	79	45
期間	5	4	5	9	4	5
超過リターン率予想	-1.20%	-0.10%	3.70%	-2.40%	-0.20%	1.80%
デフォルト/格下げ率	0.20%	1.50%	0.70%	1.10%	2.00%	0.60%
回収率	90%	30%	65%	86%	30%	65%
損失率	0.00%	1.00%	0.30%	0.20%	1.40%	0.20%
損失調整後超過リターン率予想	-1.20%	-1.10%	3.50%	-2.60%	-1.60%	1.60%



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

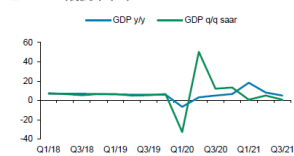
出所:ブルームバーグ、Markit、BNPパリバ証券

17

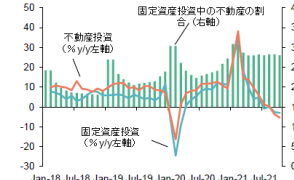
3. リスク要因の整理①中国リスク(不動産セクターと構造改革)

冴えない中国景況感

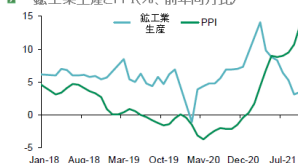
GDP成長率(%)



固定資産投資・不動産投資



鉱工業生産とPPI(%, 前年同月比)



- 2021年第3四半期には減速し4.9%成長、実際にはさらに弱い可能性もある
- 景気減速に加え、PPI上昇は加速中、投入コストの上昇が続く、減産や操業停止を余儀なくされる企業も出て来る
- 不動産投資減速が問題だが、これは「恣意的」に行った一連の政策から引き起こされたもの
- 2022年は、不動産投資に加え、これまで牽引してきた輸出の寄与が落ちる公算。中国景気は冴えない可能性もある
- 政策対応でどこまで盛り返すか。12月21日、LPR1年3.85%から3.80%に利下げ実施



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: National Bureau of Statistics of China、BNPパリバ証券

21

次に需給ですが、すべてのマーケットは需給で決まります。上の2つのグラフは、クレジットマーケットへ資金が入ってきているかどうかを示しており、流入が続いていましたが足元は流出に転じました。つまり、需要が落ちているということです。下2つのグラフは債券の発行量を示していますが、黒の折れ線で発行の増加が分かります。以上から資金は減ってきているが社債は多く発行されており、そうすると社債の価格は下がってきますので、クレジットスプレッドが広がり、利回りは低下します。

クレジットスプレッドに対する私の見通しは次のとおりです。左グラフにおいて、これまでは信用力を反映してタイト化(改善)してきましたが、ここからは金利の転換点を迎えること需給の悪化により、クレジットスプレッドはワイド化(悪化)していくであろうということです。ただしこの悪化は、転換点であるとは言え金利水準は相応に低く、ファンダメンタルズも悪化していないので、リーマンショック並みのクラッシュは起きないと考えています。

ここからは、リスクについて整理して見ていきます。まず中国リスクです。中国は、政策の決議から実行までが極めて早い。決定すれば、翌日から効果が出るといっても過言ではないほどです。今回中国は、コロナの混乱に乗じて資金を使わず景気を保とうとしたため、景気は回復していない状況です。左上のグラフからは中国の景況感が芳しくないことが、右上のグラフからは鉱工業生産が上がらず、物価が上昇していることが分かります。こういう状況になっている背景として、不動産投資の不調が挙げられます。恒大グループなどに対しては恣意的に整理を始めており、不動産投資が減速してい

ます。政府が故意に行っていることですが、それによって景気が良くない状況は続くと思います。それがいつまで続くかということですが、2022年秋の党大会で習近平が毛沢東、鄧小平に次いで長く地位を維持することを目指しますが、その為に意地でも共同富裕を達成させるとか、景気が悪くなり過ぎないようにするような動きが出てくるのは、ここからだと思います。

3. リスク要因の整理①中国リスク(不動産セクターと構造改革)

中国恒大グループの現状

恒大債券利回り推移



恒大株価推移



恒大の利払い予定表

日付	金額	状況
9月15日	主要銀行に対する借入利息支払い通知	
9月23日	2億3200万元	39 利払い確認できず
29日	4750万ドル	53 債務不履行
10月12日	1億4813万ドル	164 債務不履行
19日	1億2180万ドル	21 債務不履行
21日		
30日	1425万ドル	16 債務不履行
11月8日	8249万ドル	92 利払いされず
12月28日	2億5520万ドル	283 利払いされず
年内計	3億5380万元	393
	6億3110万ドル	701

注: 1ドル=11円、1元=1円で円建ては換算している

- 11月17日、EV事業、映画製作配信会社株式売却。27日、広州PO売却など資産売却を実施
- 12月5日、中国政府が全面関与を宣言、外債建て債務再編を行うと発表(ケリをつけるということ) (リフィニティブによると、米ドル債の発行残高は195億*)
- 12月7日、不動産規制修正とリスク管理委員会の設置へ
- 12月9日、恒大デフォルト認定(Fitch)、奥園集団、佳兆業集団も
- 12月11日、住宅関連プロジェクトの買収などを使途とする社債の発行を優先的に認める(不動産セクターへの支援も開始)

出所: プルームバーク、BNPパリバ証券

22

恒大グループの話に少し触れておきます。恒大グループの結末も、恣意的に終わりを見せてきたと思います。恒大グループの債券価格や株価は相変わらず低迷し、利払いも順次止まってきましたが、大事なことは12月5日中国政府が全面関与を宣言したことです。中国政府はそもそも、債務を返させるにはドルの資金調達をさせなければならず、恒大グループが勝手にできることではなかったのです。これまで返済を細々と続けてきた理由は、デフォルトによって世界からの資金流入を止めたくなかったことや、中国に対する疑念を持たせたくなかったことがあると思います。その流れ

があるので、例えば住宅関連プロジェクトの買収などを使途とする社債発行は優先的に認めるとか、不動産に対する締め付けを緩め悪くならようにしてきたということが分かります。

3. リスク要因の整理①中国リスク(不動産セクターと構造改革)

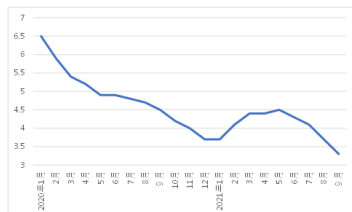
中国恒大グループの処理

海航集団の事例

2017年2月	ドイツ銀行に出資、その後筆頭株主
3月	米ホテルヒルトン・ワールドワイドの株式取得
6月	中国当局が海外買収の監督強化
11月	資産売却方針の決定
2018年上期	ヒルトンなどを売却
2019年7月	債券1.5億元が債務不履行
2020年2月	政府関与が決定(地方政府)
2021年2月	再建型の倒産手続きを裁判所が受理
3月	傘下各社が再建スポンサー募集
9月	債務額確定
10月	更生計画案を債権者が承認

- 債務不履行から政府関与まで8か月(恒大は1か月半!)
- ここから倒産手続き→スポンサー募集、債務額確定、更生計画案の債権者承認があるが、中国政府の動きは全般に早め
- 1月4日には、香港で株式取引の停止
- 1月5日にはマンション解体命令へ

70都市の販売用住宅価格の平均指数(前年同月比%)



注: 単純平均

- 住宅価格の低下以外にも、2021年7月以降、住宅販売面積が急落している
- 21年4月から金融機関への立ち入り検査があり、住宅ローンを厳格にし、ローンの承認が難しくなったことから、住宅購入が抑制された

出所: プルームバーク、各種報道資料、国家统计局、BNPパリバ証券

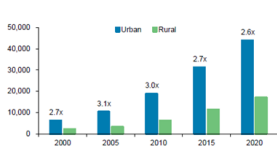
23

ただし締め付けをやり過ぎたこともあり、右のグラフで示すとおり中国の不動産価格は下がっており、販売も落ちてきていますので、不動産投資は厳しいマーケットになっています。しかしながら、恣意的に改善させようという動きが明らかで、今のような状態が長く続く懸念はなくなったと見ています。

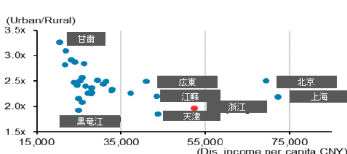
3. リスク要因の整理①中国リスク(不動産セクターと構造改革)

「共同富裕」無理を通せば道理引つ込む?

一人当たり年間可処分所得(人民元)



中国県別都市と地方の所得格差



国の企業支配?

吉利汽車	「従業員に自社株を付与する案」を発表(一人当たり約578万円)
アリババ	基金1000億元(1.7兆円)拠出 デジタル化の推進、浙江省共同富裕の示範区を建設、若者に技術訓練の機会を提供 科学技術産業基金設立 中小企業の健全な発展の促進寄与
テンセント	500億元拠出 農村振興、教育平等、基礎医療改善
拼多多	100億元拠出、農業振興
美团	赤字転落
滴滴	米上場廃止要請

- 地方財政の悪化も加速している
- 東北部黒竜江省の旧産炭地鶴崗市が財政破綻(2022年1月)→そうでなくとも貧困な省の破綻で、格差拡大
- 公共事業に足枷、公務員給与削減→投資・消費に下押し圧力

出所: China's NBS, CEC, National Bureau of Statistics, BNPパリバ証券

24

一方大丈夫と言い切れるかに関して、共同富裕がどのようなものかを見てみる必要があります。共同富裕の実現など本当は無理な話なのですが、その無理を通さなければ勝ち残れない不安が習近平にあるのかもしれません。左上のグラフは、一人当たり年間可処分所得を示していますが、郊外と都市部で大きな差があります。下のグラフにある黒竜江省などは、一部の都市がデフォルトしており、北京や上海と比べると所得が大きく違います。これを続けると共同富裕とはとても言えませんし、習近平としては人気を維持できるように何とか調整したい。それが国による企業支配に繋がり、成

功者から資金を吸収しようとしていたりしています。これは資本主義からは理解できないことですが、中国はなんとか結果を出してくる国であり、そうなると中国をリスクファクターとしてではなく、そうではない目線を持つ必要も出てくる。中国のことをリスクと捉えるのは簡

3. リスク要因の整理②選挙と過剰債務リスク

①米国

- 米議会下院にて、民主党は連邦債務の法定上限を同党単独で引き上げられるようにする法案を提出
- 民主党は単純過半数で債務上限を引き上げられるようにする法案を可決(447:336の賛成多数)
- 12月14日、米議会上院は連邦政府債務の法定上限を253ドル引き上げる法案を可決。続いて下院も可決
- 債務上限は現行の28.9兆ドルから31.4兆ドルに増加
- 新たな国債を発行できることになり、資金繰り見通しは、中間選挙を超えて問題がなくなった。

債務上限を巡る近年の動き

年	日付	イベント	限度	格付(国債)
2001	2011年10月1日	連邦政府の法定上限	13.6兆ドル	
	2011年10月1日	上院は146:354で下院は218:210で債務上限を引き上げ、2012年1月1日より適用	14.6兆ドル	1.5B
	2011年10月1日	上院は146:354で下院は218:210で債務上限を引き上げ、2012年1月1日より適用	45.9兆ドル	
2012	2012年1月1日	上院は146:354で下院は218:210で債務上限を引き上げ、2012年1月1日より適用	10.6兆ドル	
	2012年10月1日	連邦政府の法定上限	85.9兆ドル	1.5B
	2012年10月1日	連邦政府の法定上限	11.6兆ドル	
2013	2013年10月1日	連邦政府の法定上限	60.9兆ドル	
	2013年10月1日	連邦政府の法定上限	34.9兆ドル	
	2013年10月1日	上院は146:354で下院は218:210で債務上限を引き上げ、2013年10月1日より適用	38.9兆ドル	1.5B
2013	2013年10月1日	連邦政府の法定上限	35.9兆ドル	
	2013年10月1日	連邦政府の法定上限	48.9兆ドル	
	2013年10月1日	連邦政府の法定上限	58.9兆ドル	
2014	2014年10月1日	連邦政府の法定上限	73.9兆ドル	1.5B
	2014年10月1日	連邦政府の法定上限	33.9兆ドル	
	2014年10月1日	連邦政府の法定上限	63.9兆ドル	
2015	2015年10月1日	連邦政府の法定上限	34.9兆ドル	
	2015年10月1日	上院は146:354で下院は218:210で債務上限を引き上げ、2015年10月1日より適用	39.9兆ドル	1.5B
	2015年10月1日	連邦政府の法定上限	73.9兆ドル	
2017	2017年10月1日	連邦政府の法定上限	73.9兆ドル	
	2017年10月1日	上院は146:354で下院は218:210で債務上限を引き上げ、2017年10月1日より適用	73.9兆ドル	1.5B
	2017年10月1日	連邦政府の法定上限	83.9兆ドル	
2019	2019年10月1日	連邦政府の法定上限	73.9兆ドル	
	2019年10月1日	上院は146:354で下院は218:210で債務上限を引き上げ、2019年10月1日より適用	83.9兆ドル	1.5B
	2019年10月1日	連邦政府の法定上限	49.9兆ドル	
2020	2020年10月1日	連邦政府の法定上限	109.9兆ドル	1.5B
	2020年10月1日	上院は146:354で下院は218:210で債務上限を引き上げ、2020年10月1日より適用	109.9兆ドル	
	2020年10月1日	連邦政府の法定上限	119.9兆ドル	
2021	2021年10月1日	連邦政府の法定上限	129.9兆ドル	
2021	2021年10月1日	連邦政府の法定上限	139.9兆ドル	

出所: US Treasury, Macrobond, BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理②選挙と過剰債務リスク

②欧州

Ⅰ ドイツ新首相の政敵骨子

環境問題	格差是正	外交安保
30年までに再生エネルギー比率80%	最低賃金時給12ユーロに引き上げ	米仏外交が基盤
脱石炭を30年に前倒し	住宅供給年40万戸	新選ウイグル自治区の人物発言増強
電気自動車30年に1500万台		核禁正率約にオプザバー参加

Ⅱ フランス大統領選挙：第一回目投票の支持率

Legend:

- Macron: 24.5%
- Pécresse: 12.4%
- Le Pen: 18.1%
- Mélenchon: 8.8%
- Hidalgo: 4.7%
- Zemmour: 13.6%

Ⅲ イタリア主要政党支持率

Legend:

- Five Star Movement (M5S)
- Lega
- Democratic Party (PD)
- Brothers of Italy (FI)
- Forza Italia (FI)

- ドイツシュルツェ首相は求心力を高める必要がある。どうメルケルとの差をつけ、人気を獲得するか
- フランス大統領選、決てレスリス、殆どゼムール氏などの出馬表明後もマクロン大統領再選が確実
- ただし支持率急増もこれらからまだ変化する。こと、候補者のストーリーの見直しで決選投票がマクロン対決になるかも予断を許さない
- イタリアでは、マッタレラ大統領の後にドラギ首相がなるのかならないのか。ただし、イタリアの政局はそもそも安定していない

近い
イタリアなど
→ 東欧 → 東欧
南欧
ドイツなど

BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: Harris Interactive, Elabe, Ipsos, Pop-Political OpinionWay, BNPパリバ証券

27

欧州においても、ドイツは去年シュルツ政権が誕生しましたが、メルケルの人気が高過ぎたこともあり、今一つ人気が上がらない。そこを何とかしようと考えると、政治はお金を使う行動へ向かいます。これを避けるために財政ルールが厳しく定められているのですが、これを緩和しようという話が出ています。あるいはフランスでも4月は大統領選挙で、やはり財政を使っていこうという話になってくる。イタリアでも大統領選挙があります。このようなことが次々出ると、欧州自体が財政規律を緩ませ、財政弛緩が始まるというシナリオが考えられます。

3. リスク要因の整理②選挙と過剰債務リスク

③ 財政問題、債務問題に懸念・・世界共通の課題へ

① 一般政府債務%GDP(2021)

国	一般政府債務%GDP(2021)
米国	260
フランス	160
イタリア	160
ドイツ	130
日本	110
英国	70

② 財政赤字%GDP(2020)

国	財政赤字%GDP(2020)
米国	-18
フランス	-12
イタリア	-18
ドイツ	-18
日本	-12
英国	-12

④ 主な国の格付一覧

	MDY		S&P		R&I	
	格付	アウトlook	格付	アウトlook	格付	アウトlook
イタリア	Baa3u	STABLE	BBBu	STABLE	BBB+	NEG
日本	A1	STABLE	A+u	STABLE	AA+	STABLE
ドイツ	Aaa	STABLE	AA+u	STABLE	AAA	STABLE
アメリカ	Aaa	STABLE	AA+u	STABLE	AAA	STABLE
フランス	Aa2u	STABLE	AAu	STABLE	AAA	STABLE
イギリス	Aa3u	STABLE	AAu	STABLE	AAA	STABLE

⑤ 家計債務対GDP比

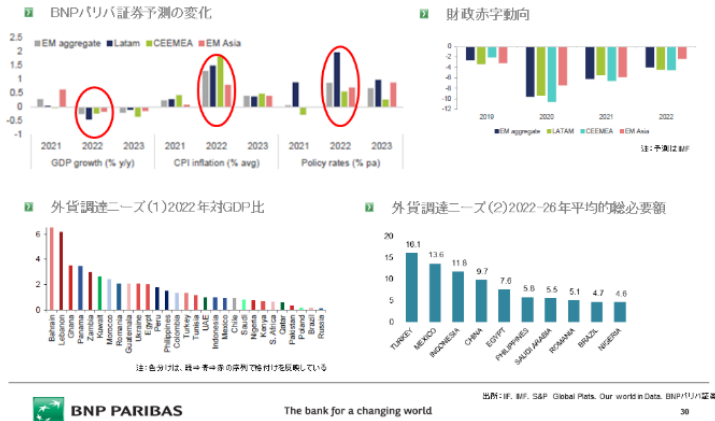
国	2015	2020	2025	2030	2035	2040
中国	85	95	105	115	125	135
香港	70	75	80	85	90	95
英国	65	70	75	80	85	90
フランス	60	65	70	75	80	85
ドイツ	55	58	60	62	64	66

出典：IMF, BIS, NPIF/経産

29

3. リスク要因の整理③新興国リスク

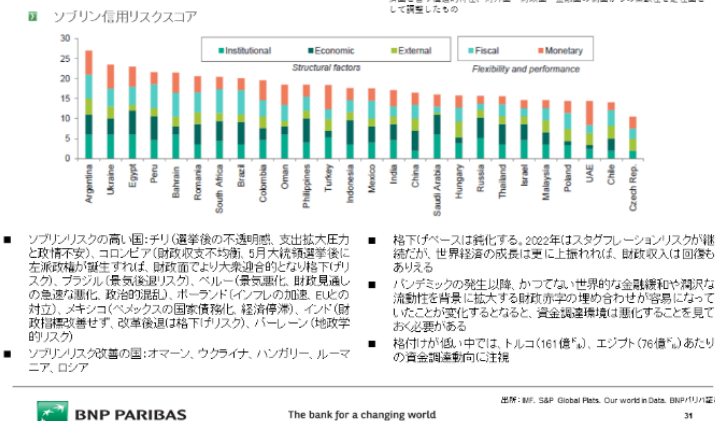
インフレと金利上昇、財政制約不足...外貨を調達できるか



三つ目が、新興国リスクです。新興国リスクというのは、アメリカの金利が上がると、新興国の資金が流出してしまう。これはいわば定石のようなものです。そうすると、資金が無くなってくるので、借金が多い国はドルを調達しなければならなくなり大変です。右下のグラフに、2022 年から 2026 年迄に資金が多く必要となる国が書いてあります。トルコ、メキシコ、インドネシア、中国、エジプト、フィリピンなどが結構大変です。中でも格付けが低い国はより資金調達コストが高いため、トルコやエジプトはとも苦勞することが想像できます。

3. リスク要因の整理③新興国リスク

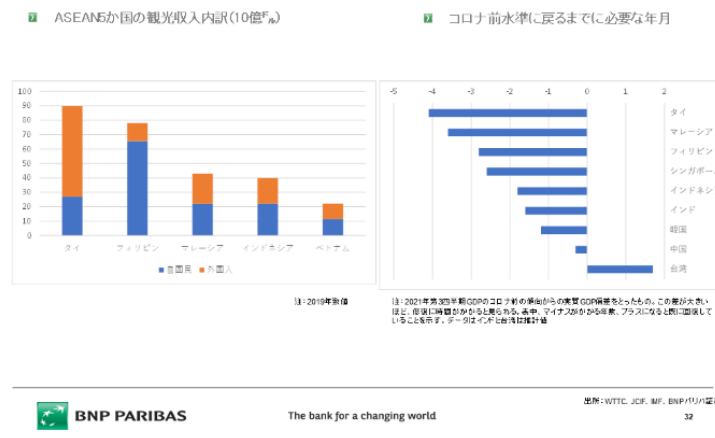
まだら模様のソブリンリスク



新興国リスクは 2022 年中に顕在化する可能性もあり、注視が必要です。強調しておきたいのは、新興国を十派一絡げに考えがちですが、そうではないということです。グラフ一番左のアルゼンチンから一番右のチェコまでかなり大きなバラツキがあります。右側にいくほど安定しており、左側にいくほど心配な国です。新興国が全て大変という訳ではなく、細かく見てどのようなリスクがあるか考えながら判断していく必要があります。日本人が投資を好む東南アジア諸国は、相対的に健全で信用力が安定している国が多くなっています。ただその諸国の中でも、バラツキがあります。

3. リスク要因の整理③新興国リスク

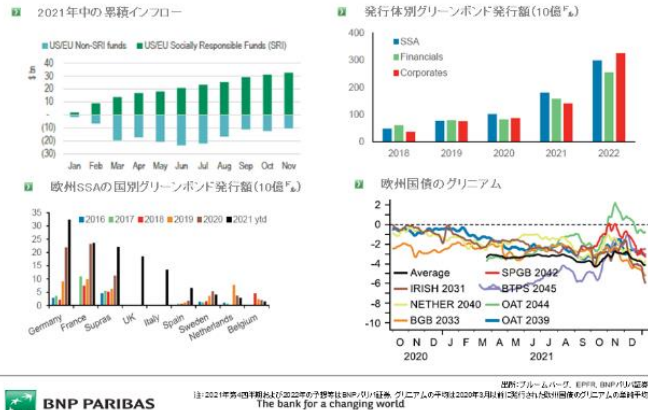
相対的に優等生のアジアだが、懸念は残る



左側のグラフは ASEAN5 ヶ国の観光収入の内訳です。タイ、フィリピンなどは観光収入が非常に高くかつ外国人依存度が高いのですが、それはコロナやオミクロン感染がぶり返すとまた資金が入らなくなってしまう。それを勘案すると、コロナ前の水準に戻るまでにはあと 2 年以上はかかってしまうかと思います。この間に返済資金があるか、外貨準備は確保できているかなどを確認しなければならず、相対的にアジアは優等生と言えるのですが懸念は残るということを、残念ですがお伝えしておきます。

4. ESG市場のアップデート

テーマ①: グリニウム



BNP PARIBAS

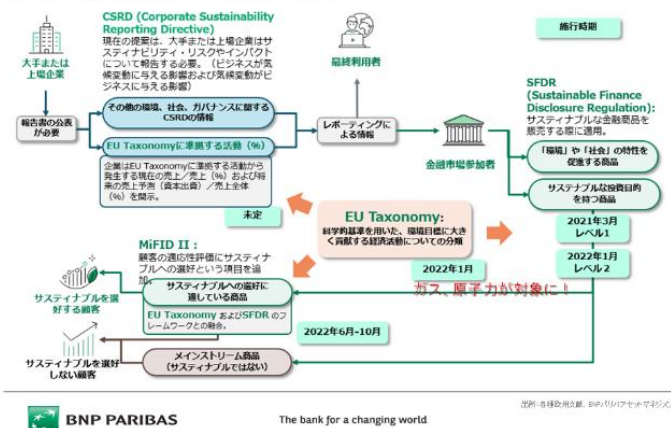
注: 2021年9月までのデータは2021年9月までのデータです。グリニウムの平均は2020年3月以降に発行された欧州国債のグリニウムの平均です。
The bank for a changing world

グリニウムが上がるようになってきています。右下のグラフがそれを示しており、欧州はグリーンボンドが発行がしやすくなります。日本では市場が拡大しておらずまだ出てきていませんが、このグリニウムがどうなるかが重要であることをお伝えしておきます。

いくつか注目点を上げます。一つ目がグリニウム (greenium) です。これは、グリーンボンドを発行するときに得になることを示す指標です。例えば債券を発行する発行体をイメージしていただきたいのですが、資金使途を決めずに調達するいわゆる社債と、グリーンプロジェクトにお金を使うことを宣言したグリーンボンド、これと同じ発行体が発行すると仮定すると、当然グリーンという使途が縛られるほうが、調達コストが安くなります。欧州ではこういったグリーンボンドを買いたい投資家がたくさんいるおかげで発行が増え、普通の社債に比べてグリーンを出すことのプレミアム、つまりグリニウム

4. ESG市場のアップデート

サステナブルファイナンスへの流れ: 全体図



BNP PARIBAS

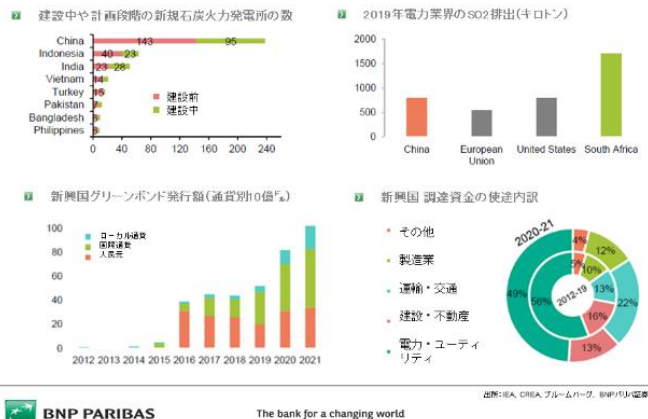
The bank for a changing world

資料: 市場動向調査、BNPパリバがマサチューセッツ

二つ目は、EU タクソノミー (taxonomy) です。言葉だけでも覚えてほしいのですが、タクソノミーとは分類という意味で、各セクターの活動が環境目標に適合する持続可能な経済活動であるか判定する基準が細かくどんどん決められてきています。例えば CO2 の削減であれば、どこまでする必要がありますか。2022 年 1 月には、ガスや原子力もこの項目に含まれることが決まりました。いま日本では忌み嫌われている原子力ですが、EU タクソノミーでいろいろ決まってくると、これから先の日本のエネルギー政策も、ESG の流れから少し変化が出ると考えておく必要があると思います。

4. ESG市場のアップデート

テーマ③: 新興国のカーボンニュートラル達成のためには



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

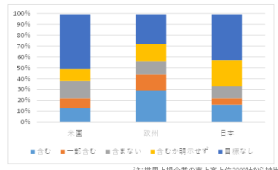
資料: IEA, CREA, プルームバーク, BNPパリバがマサチューセッツ

三つ目に、新興国のカーボンニュートラル達成のために、先進国の協力が求められる流れになります。先進国だけが CO2 を削減しても、地球の温暖化を止めることはできません。新興国にも CO2 削減へ頑張ってもらうには、先進国から資金支援をしなければならないという話が出てきます。

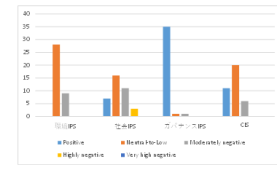
4. ESG市場のアップデート

テーマ④：進化する開示

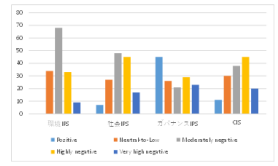
① 脱炭素目標に供給網全体を含むかどうか



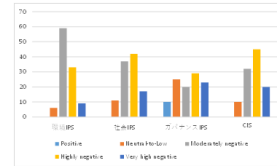
② ESG 発行体プロフィールスコア(先進国)



③ ESG 発行体プロフィールスコア(グローバル)



④ ESG 発行体プロフィールスコア(新興国)



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

52

四つ目は、開示がより厳しくなるということです。2021 年はどちらかというと投資家向けの規制が欧州などで激しく出されたのですが、2022 年においては企業サイドのディスクロージャーに関する規制などが厳しくなるのではないかと思います。脱炭素目標に向けた供給網全体の開示が必要とされたり、2022 年 4 月からのプライム上場企業では、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)に準拠した開示を求められたり、このようなことが進んでいくことも 2022 年の特徴であると思います。

4. ESG市場のアップデート

BOEのグリーン化アプローチ テーマ⑤：監督当局や中央銀行の関わり

① BOEによるCBPSグリーン化促進策

目標	- 最終目標：2050年までにCBPSポートフォリオの温室効果ガス排出量実質ゼロの達成を目指す - 政策的投資判断の指針となる範囲の目標：2025年までにCBPSポートフォリオの温室効果ガス排出量を25%削減させる
適格性	- 気候変動がバランス要件を満たすことができない企業は今後の購入から除外される。がバランス要件となるのは、英国政府が示す2022年からの脱炭素化スケジュールに沿った気候変動関連財務情報開示と、高排出セクター（上中下流と金融）企業の温室効果ガス削減目標の公表 - 石炭採掘事業を主たる発行体は購入対象から除外。事業活動に一般炭を利用している発行体も、科学的知見に基づき、目標達成までの活動に必要とする事業活動の停止や長期的な温室効果ガス排出量の削減、再生可能エネルギー供給に関する積極的な事業活動などを行うことができれば、除外から除外される - 以下に挙げる項目を組み合わせることでスコアカードを高い。CBPSセクター内で気候変動対策において優れた実績を上げている企業に対する購入を増やし、実績の上がない企業に対する配分を減らす
除外配分	- 各高排出セクターの削減目標比でみた絶対的な温室効果ガス削減実績 - 気候変動対策財務情報開示 - 削減目標の公表と第三者による検証
水準引き上げ	- CBPSグリーン化枠組みの設定条件を毎年見直し、データ及び指標の範囲拡大と厳格化改善に伴い、要求水準を引き上げる - 気候変動対策が十分に達しないパフォーマンスが不十分な企業は必要に応じて、適格性の喪失や高排出など、BOEの対応措置を引き上げる

- (参考)12月23日から、日銀による金融機関の気候変動オペが開始
- 三菱UFJなどメガバンクの他、横濱や福岡など計43行が利用開始。地銀の利用は3割



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

53

さらに五つ目としまして、今日視聴されている方の中にも、ESGは儲からないしやっても仕方ないと思われる方がいらっしゃるかと思いますが、中央銀行がその ESG をどんどん後押してくるようになります。ですから2022 年は ESG へ疑念を抱くのではなく、信用してマーケットに出ないと戦うためのチケットが得られないぐらいの腹積もりで ESG 経営と ESG 開示をしていただき、投資家の方々には ESG 投資をしていただきたいと思います。それぐらい 2022 年は ESG マーケットになります。

5.まとめ

クレジット投資	ESG投資
合理的バブルは“基本”継続の可能性が高い。金融政策と財政政策が支える構図は少しずつ変化しながら続く	サステナブルファイナンスは更に拡大へ
一方、2022年は大転換点を迎え、金利が上昇することを受け、スプレッドのワイド化基調が始まる	開示新展開へ
多くのヘッドラインリスクに注意し(中国リスク・債務残高リスク・新興国リスク・供給リスク)、リスクテークの好機と心得る。最重要は銘柄選別！	ESGを加味したクレジット投資元年



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

57

最後に、本日の話のまとめを行います。まずクレジット投資です。合理的バブルは継続の可能性が高いが、大転換点を迎える 2022 年は金利が上昇してきます。少しずつ金融市場は株式市場も含め変化することへ構えておく必要があります。ただし、多くのヘッドラインリスクに注意は必要だが、劇的な変化や、リーマンショック級のクライシスは起こらないだろうと思います。どのタイミングで、どういう投資が必要かを考えていただき、銘柄やセクターを選別することが重要であることを心積もりしていただければと思います。一方 ESG 投資に関しては、サステナブルファイナンスがさらに拡大すること、

更に開示に新展開があり、2022 年は非財務情報の財務化や見える化なども意識する必要がありますし、ESG を加味した投資が進んでくると考えています。先ほども申しましたが、ESG は迷っている場合ではなく、割り切ってトライいただければと思います。以上、2022 年の世界経済、日本経済の展望についてお話いたしました。ご静聴ありがとうございました

(終了)