

# 経済と市場の見通し

## 2023 年に向けて

2022 年 12 月



# 目次

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. はじめに .....                       | 1  |
| 2. 過熱する世界経済の舵切り .....               | 2  |
| 3. インフレはピークアウトしつつあるが、解消はされていない..... | 4  |
| 4. 減速しているが、深刻な不況は回避 .....           | 8  |
| 5. 金融引き締めはほどなく休止.....               | 9  |
| 6. 主要なリスク要因 .....                   | 11 |
| 7. 市場の見通し.....                      | 12 |
| 8. おわりに.....                        | 19 |

# はじめに

2022 年は市場のボラティリティ上昇、パンデミックの余波、激変する国際情勢、インフレ率の上昇、中央銀行による利上げ、サプライチェーンの混乱といった要因が金融市場に重くのしかかった。しかしながら、年の瀬が近づく中、多くの資産クラスのバリュエーションは以前よりも魅力的な水準に達している。**2023 年に投資家は何を期待すべきなのだろうか。**

- **世界経済は減速しているが深刻な不況に向かっているわけではない。**2023 年には更なる減速が見込まれるが、当社は世界経済が深刻な不況に陥るとは考えていない。しかし、各国間で景況感の格差が広がっており、一部の国において景気が大幅に悪化することも予想される。
- **インフレは鈍化しているが消滅しているわけではない。**当社は、2023 年にインフレ率は低下するものの、先進国の中央銀行が目標とする 2%を大幅に上回る水準で推移すると考えている。
- **中央銀行は 2023 年初頭から半ばにかけて利上げを休止し、これまでの利上げの効果を確認する必要がある。**当社のベース・シナリオは、多くの国において金融引き締め策から金融緩和策に政策転換される前に、しばらく政策金利は高水準で維持されることを想定している。しかし、インフレ率が更に上昇する場合には追加的かつ積極的な利上げが行われ、株式や債券のリターンが押し下げられるだろう。
- ロシア・ウクライナ紛争、中国の台湾に対する姿勢、イランを巡る軍事的緊張など、**地政学的リ**

**スクの多くは解消されず、**経済や金融市場に影響を及ぼし続けるだろう。中国についてはゼロコロナ政策による景気減速、規制の強化、不動産セクターの問題、第 20 回中国共産党大会後の習主席への権力集中など、依然として大きな不透明感が残っている。

- **高インフレと金融引き締めという新しい世界への適応を迫られており、このような市場環境において資金の逃避先としての役割を果たせる資産クラスは少ない。**社債の価格は魅力的な水準まで下落しており、またデフォルトや格下げも抑制されることが期待される。国債は割高感が解消されている。株式も割高感が解消されたが、楽観的な業績予想と割引率の上昇を考慮に入ると慎重に見る必要がある。米ドルは著しく過大評価されており、長期的には下落することが予想されるが、短期的な見通しは依然として不透明が強い。投資ホライズンが長い投資家は、割安感が強まっているユーロや円など通貨に目を向け始めることも選択肢となろう。

# 過熱する世界経済の舵切り

- 各国の経済は急速な需要回復とサプライチェーンの混乱により過熱しつつあり、金融緩和と財政刺激はこの状況を加速させ、インフレ率の上昇を引き起こしている。
- 国際情勢の緊迫とエネルギー価格の上昇はインフレ率の上昇を後押ししている。
- 多くの国々では既に景気が後退している。

コロナ禍で景気が急速に冷え込んだことの反動から、その後の需要回復も極めて強いものとなった。製造業は迅速に生産を再開し、消費者はコロナ禍で増加した貯蓄を財やサービスの消費に振り向けたことから、景気はパンデミック前の水準まで素早く回復した。しかし、すべての国で同時に経済活動が再開したわけではなく、また、すべての産業が同時に活気を取り戻したわけでもない。また、グローバル・サプライチェーンはまだ完全にはその機能を取り戻しておらず、急速な需要回復によるボトルネックも散見された。

金融緩和と財政刺激という政策ミックスのもと、力強い需要回復とサプライチェーンの混乱が重なり、景気が過熱する素地が整えられた。この状況は特に労働市場において顕著に表れ、名目賃金は上昇し、企業は有能な労働者の確保に苦労している。また、ベビーブーマー世代の早期退職が増えていることや、従来型の雇用とは異なる非伝統的な収入源を求める人々や、健康上の理由で職場復帰できない人々も増えていることを背景に、労働参加率はパンデミック前の水準に回復することができていない。

景気の過熱によるインフレ率の上昇は、パンデミック後の需要の回復局面で見られているように、労働者不足に悩む企業が人材獲得、もしくは既存の従業員の引き留めのために賃金を引き上げ、企業がこの追加的なコストを転嫁しようとして財やサービスの価格が上昇

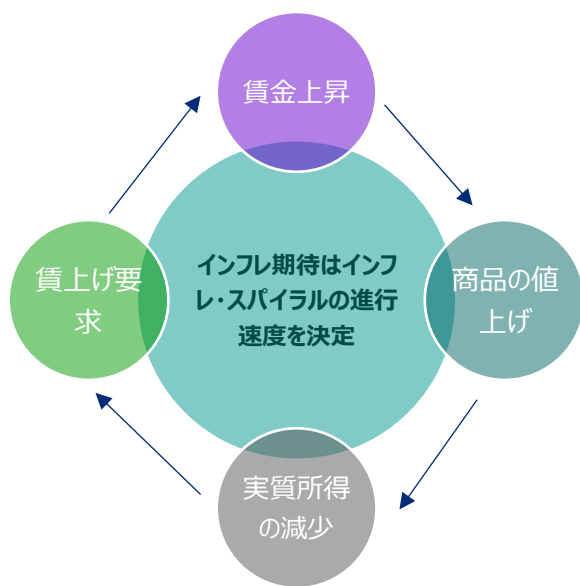
し、物価上昇に直面した消費者が雇用主に賃上げを迫るといった所謂、賃金・物価スパイラルに陥る可能性を秘めている。

このような状況を放置するとインフレが制御不能になり、更に悪化するリスクがある。このようなリスクを排除するため、金融政策を担当する中央銀行は景気の過熱感を鎮めるために政策金利を引き上げ、消費、企業活動、および雇用を減速させ、賃金上昇圧力を低下させることに対処している。財政政策を担当する政府は緊縮財政により景気を減速させることもできるが、政府は有権者に好まれない緊縮財政を回避する傾向があり、物価安定の確保は政府よりむしろ中央銀行の役割となっている。

2022年も終わりを迎える中、我々は今どのような環境に置かれているのか。米国をはじめとするいくつかの国々では利上げが行われているにもかかわらず景気は過熱している。一方、欧州の国々ではエネルギー価格の高騰を背景に景気は減速している。各国の中央銀行は景気を減速させるために積極的に利上げを実施してきており、利上げサイクルの終焉に近づいていることを示唆し始めている。

利上げサイクルは終焉に向かっているのか。それとも、更なる利上げが深刻な不況をもたらすか。その答えはインフレの潮流を理解することによって得られる。

図 1 賃金・物価スパイラルの仕組み



出所：Mercer

# インフレはピークアウトしつつあるが、解消はされていない

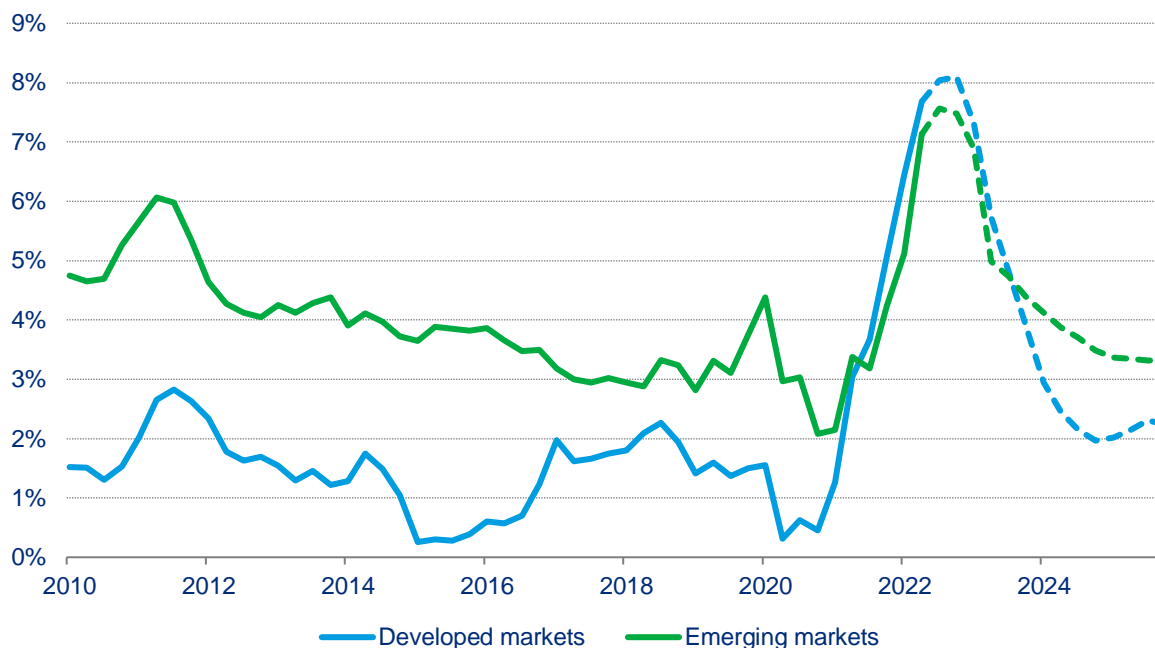
- インフレ率は急速に上昇したが、一時的なインフレ要因は後退しつつあり、また持続性の高いインフレ要因も制御不能な上昇スパイラルには陥っていない
- 諸々のインフレ要因は 2023 年も解消されない可能性があるが、賃金の上昇圧力は緩和しつつあることから、これらのインフレ要因は制御しやすくなるだろう。
- その結果、インフレ期待は総じて抑制されるだろう。

過去 30 年の間に金融業界で働き始めた人で、先進国においてインフレ率が著しく上昇するのを見たことがある人はいない。しかし、今日、様々な要因の結果としてインフレ率は 1 桁台後半もしくは 2 桁台に達しており、これらの要因には一時的なものもあれば、持続性の高いものもある。当社は持続性の低いインフレ要因、すなわち、いずれかのタイミングで上昇が止まり、やがて低下に転じる性質を持つインフレ要因を一時的なインフレ要因と呼んでいる。一方、賃金の上昇は持続性の高いインフレ要因であると考えられ、賃金と物価が同じ速度で上昇する場合には賃金と物価のスパイラル的な上昇を引き起こし、どちらか一方が低下に転じることは難しい。

エネルギー価格高騰の影響が相対的に少ない米国では一時的なインフレ要因が収束しており、ヘッドラインのインフレ率（総合インフレ率）は既にピークアウトしているようである。なお、賃金の上昇圧力は緩和しつつあるが、依然として主要なインフレ要因となっている。欧州各国は引き続きエネルギー価格高騰からのインフレ圧力に直面しているが、2023 年には同インフレ圧力は弱まっていくだろう。英国では賃金とエネルギー価格がともに大きく上昇し、インフレ率は 10%を超える水準

まで上昇している。日本ではインフレ圧力は相対的に抑制されており、コロナ禍で課せられていた行動制限が解除され始めているため、需要の回復がインフレ圧力に繋がることも想定されるが、他国と比較するとインフレ圧力は相対的に弱いものととまるだろう。

図 2 グローバル消費者指数（ヘッドライン指数、前年比）



2022年11月時点、四半期毎のヘッドライン消費者物価指数の上昇率（対前年比）、破線部分は予測値

出所：Goldman Sachs, Mercer

## 解消されつつあるインフレ要因：

### 1. コモディティ価格

原油価格はコロナショック直後には1バレル20ドル程度まで下落し、2020年4月には一時、マイナス圏まで落ち込んだ。その後は上昇基調となり、2022年に入ると、ロシアのウクライナ侵攻を受けて1バレル120ドルにまで上昇し、一時的に大きなインフレ要因となった。特に欧州はロシアからの天然ガス輸入に依存しているため、エネルギー価格の急騰は欧州各国に深刻な影響を及ぼしている。一方、米国はエネルギー自給率が高いため、相対的に欧州よりも有利な立場にある。

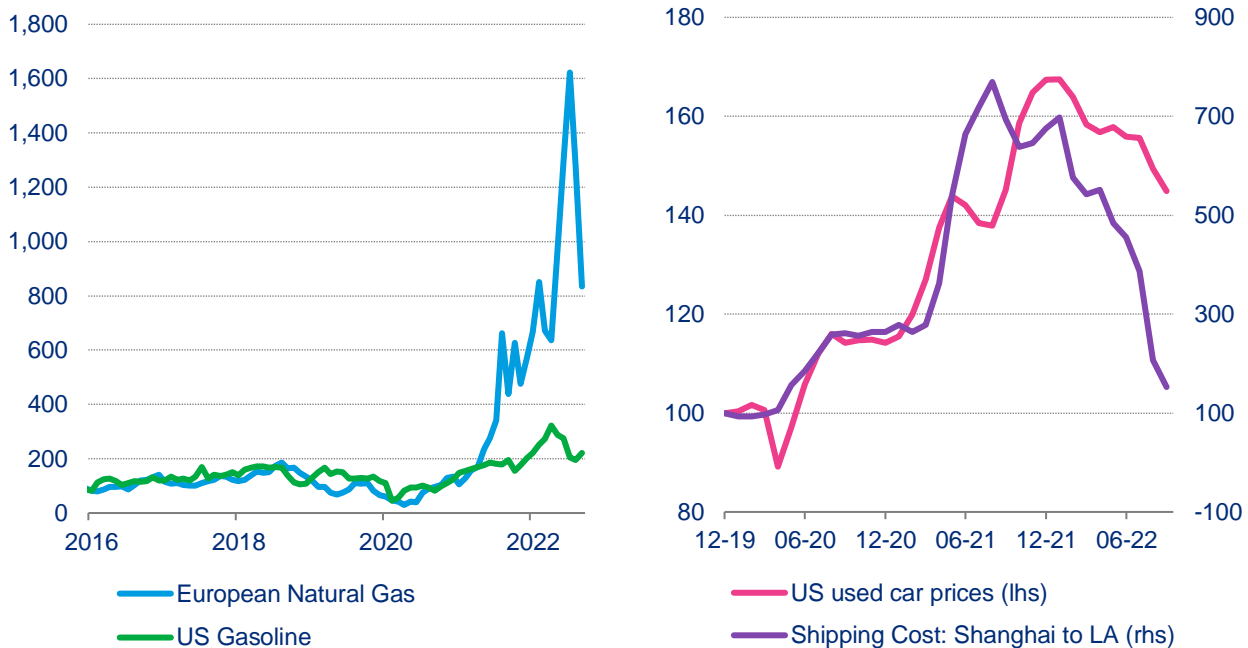
### 2. 経済活動の再開によるインフレ圧力

消費者の旺盛な需要に対して供給が十分に追いつかなかった。過去最低水準の在庫対売上比率に見られるように、供給量が限られた財の争奪戦が激化し、例えば、中古車価格がほぼ2倍になるなど、強力な一過性のインフレ圧力を引き起こした。

### 3. サプライチェーンの混乱

経済活動が再開される国がある一方で依然として再開されない国もあり、その結果、物流が滞り、財の価格を上昇させる要因となった。例えば、上海からロサンゼルスまでのコンテナの輸送コストは通常の10倍にまで高騰し、一時的に大きなインフレ圧力となった。

図3 一時的なインフレ圧力の解消



2022年10月31日時点、左図は2015年12月31日時点、右図は2019年12月31日時点の値をそれぞれ100として再計算

出所：Bloomberg

## 2023年の持続的なインフレ要因：

### 1. 賃金

低い失業率、高い求人倍率、労働参加率の低迷は賃金に上昇圧力を与えている。賃金の上昇は投入コストの上昇を意味し、企業は利幅を確保するために値上げに踏み切り、物価上昇に直面した消費者は賃金の引き上げを要求する。すなわち、賃金と物価の上昇は自己循環に陥りやすい性質を備えている。

### 2. 住宅

住居費の上昇は持続性の高いインフレ要因に分類され、通常、賃料の上昇は住宅価格の上昇に遅行するため、賃料が一旦上昇し始めるとしばらく上昇が継続する傾向がある。また、不動産仲介業者が公表する賃料統計で賃料の下落が確認されてから、インフレ統

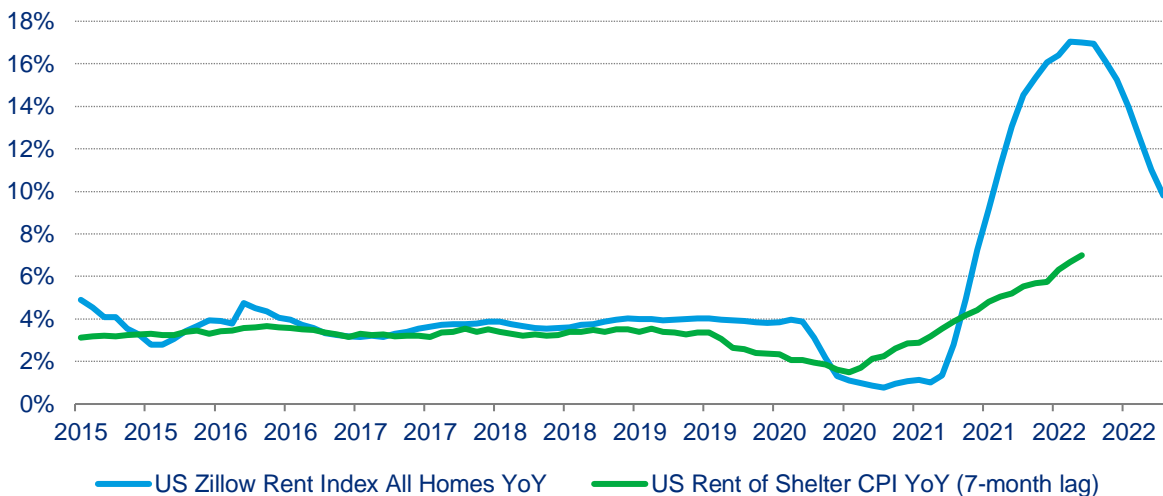
計の賃料項目に反映されるまでに時間的ラグが生じる傾向もある。このため、2023年に入っても賃料インフレは引き続き高い水準で推移することが予想されるが、時間の経過とともに低下に転じるだろう。

### 3. インフレ期待

これまでの経験に基づくと、人々がインフレを予期することでインフレが引き起こされる可能性が高まる。雇用者の中でインフレ期待が高まると賃上げ交渉につながり、企業は労働コストの上昇を吸収するために製品やサービスの価格を引き上げ、賃金・物価スパイラルが形成されていく。なお、金利市場で織り込まれている長期のインフレ期待や消費者調査で算出されるインフレ期待はまだ大きく上昇していない。



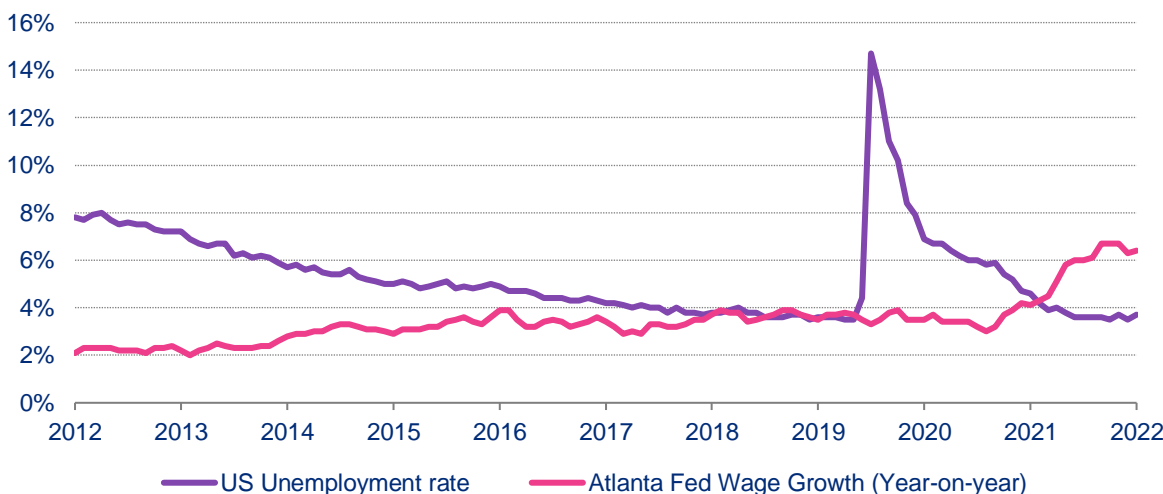
図 4 賃料からのインフレ圧力は緩和の兆し



2022年10月31日時点

出所：Bloomberg、Mercer

図 5 労働市場は依然として逼迫



2022年10月31日時点

出所：Bloomberg、Mercer

一時的なインフレ圧力が緩和しつつあり、また、持続性の高いインフレ要因は制御不能な上昇スパイラルに陥っていないことから、当社はインフレの大きな潮流は改善に向かっていると考えている。ロシアの供給削減により価格が高止まりしている欧州の天然ガスを除くと、

コモディティ価格は低下しつつあり、これらはやがてデフレ要因となるだろう。在庫水準が回復され、一部の財の価格は低下に転じており、経済活動の再開によるインフレ圧力は解消されつつある。また、サプライチェーン

の混乱も収束の兆しが見えており、特に輸送コストは2021年をピークに大幅に低下している。

2023年に入っても持続する可能性のあるインフレ要因も制御可能であるように見受けられる。賃金の上昇（米国では前年比プラス5%程度）を背景に労働市場からのインフレ圧力は2023年も持続することが見込まれるが、金融引き締め効果の遅効性により失業率はやがて上昇するだろう。住宅市場では一部の賃料指標の低下が見られ始めており、また金利上昇によって住宅ローン需要が減少しているため、住宅市場自体も全般的に軟化している。金融引き締め効果の遅効性により2023年も住居費の上昇は引き続き主要なインフレ要因になる可能性があるが、FRBは更なる金融引き締めの必要性を判断する際、住宅市場のより直近の状況が反映されているデータをもとに判断するだろう。

ヘッドラインのインフレ率が低下し始めるのであれば、インフレ期待は総じて抑制されるだろう。インフレ期待によって物価の上昇スパイラルが引き起こされるという考え方に基づくと、インフレ期待が抑制されるか否かという点は先行きのインフレ動向を見通すうえで鍵となる。

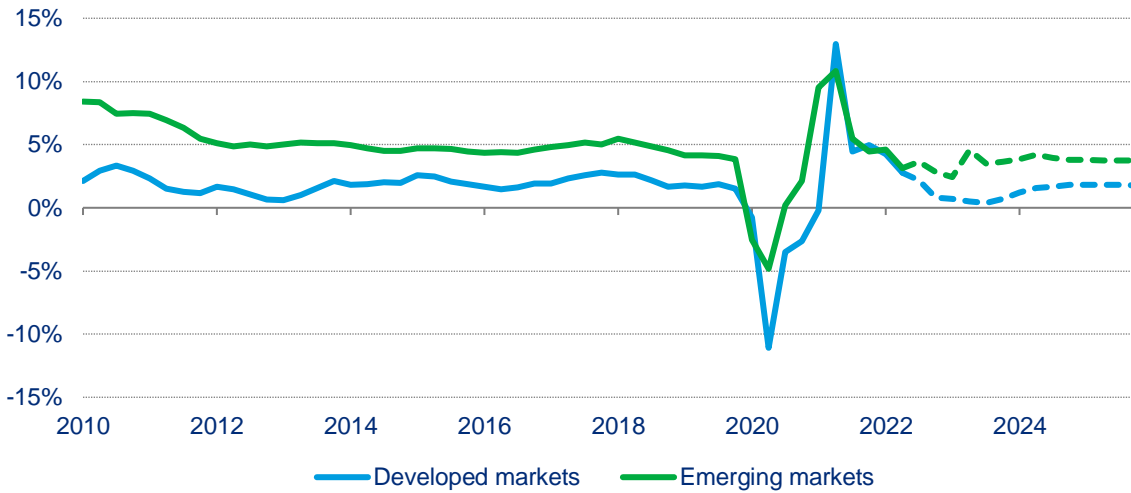
## 減速しているが、深刻な不況は回避

- いくつかの国々の経済は脆弱であり、おそらく既に景気後退入りしている。しかし世界全体で見ると、経済成長率は低下するものの景気後退は回避されるだろう。
- 消費者と企業は景気の減速局面を乗り切るのに十分な手元資金を有しており、世界経済が深刻な不況に陥る可能性は低い。

世界経済は引き続き減速することが予想される。一般的にエネルギー価格の上昇は一過性で終わる可能性が高く、現在欧州で見られているエネルギー価格の上昇もやがて沈静化することが期待される。しかし、エネルギー価格の上昇は消費者の実質的な購買力を低下させるため、足元のインフレ高進は世界経済に負の影響を与えるだろう。

さらに、中央銀行が借入コストを引き上げているため、住宅ローン需要を減少させている。住宅ローン金利が最長で 30 年間固定されている米国と比較すると、英国、カナダ、オーストラリアなど、変動金利型の住宅ローンを利用する人の割合が高い国は金融政策の影響をより強く感じるようになるだろう。また、借入コストの上昇は負債を用いて財やサービスを購入する意欲を低下させる働きも持つ。企業は資金調達コストの上昇を考慮に入れなければならず、企業による投資が抑制される可能性がある。2023 年はこれらの借入コスト上昇による影響が実体経済において表面化し、経済活動が停滞することが予想される。エネルギー価格の高騰により英国はすでに景気後退に陥っている可能性があるなど、一部の国々の経済はより脆弱な状態で 2023 年を迎えることとなる。

図 6 先進国と新興国の成長率予測



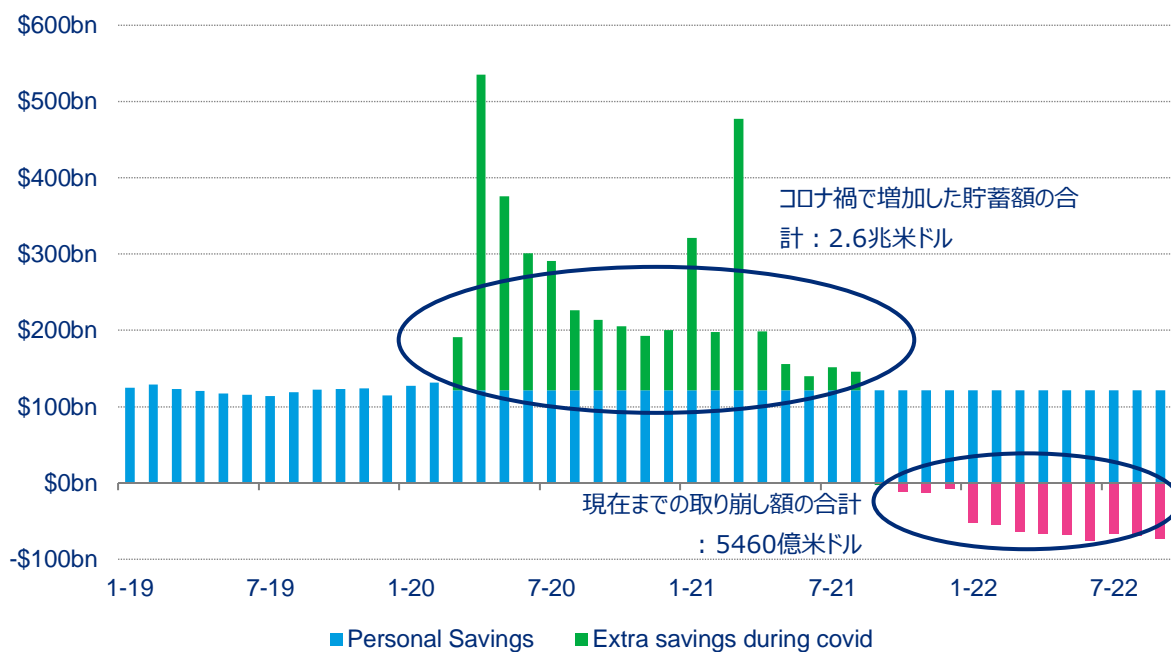
2022年11月時点、四半期毎の実質GDP成長率（前年比）、破線は予測値

出所：Goldman Sachs, Mercer

しかし、世界経済は減速することはあっても深刻な不況に陥ることはないだろう。消費者は生活必需品以外の購入を手控える必要があるかもしれないが、全体として見れば、過去2年間に蓄えられた貯金がまだ手元に残っており、これらの貯蓄は住宅ローンの支払いなど必要不可欠なものに充当されることができる。資金調達コストと投資収益率のギャップが縮小しているため設備投資は既に減少しており、この傾向は今後も続くことが予想される。しかし、企業は手元資金を潤沢に有しており、利益率も高水準で推移しているため、マクロ経済の逆風にも耐える弾力性を備えている。長期的にはグリーン経済への移行がサステナブル・インフラストラクチャーに対する需要を促進し、企業の設備投資は増加基調となるだろう。短期的には、たとえ個人消費と企業投資が減少しても、手元資金が潤沢に存在し、また世界金融危機前の住宅バブルのような広範な投機ブームが起きているわけではないことから、過剰債務の急速な解消により経済が壊滅的な状況に陥る可能性は低い。もちろん、仮想通貨市場の混乱、ミーム株の株価急落、ハイテクセクターの全般的な減速といった事例が示すように、過去の過剰な投機に

よる歪みは各所に残っており、それらの歪みは今後経済が減速するなかで修正を迫られるだろう。

図 7 消費者のバランスシートの弾力性



2022年10月31日時点

出所 : Bloomberg

# 金融引き締めはほどなく休止

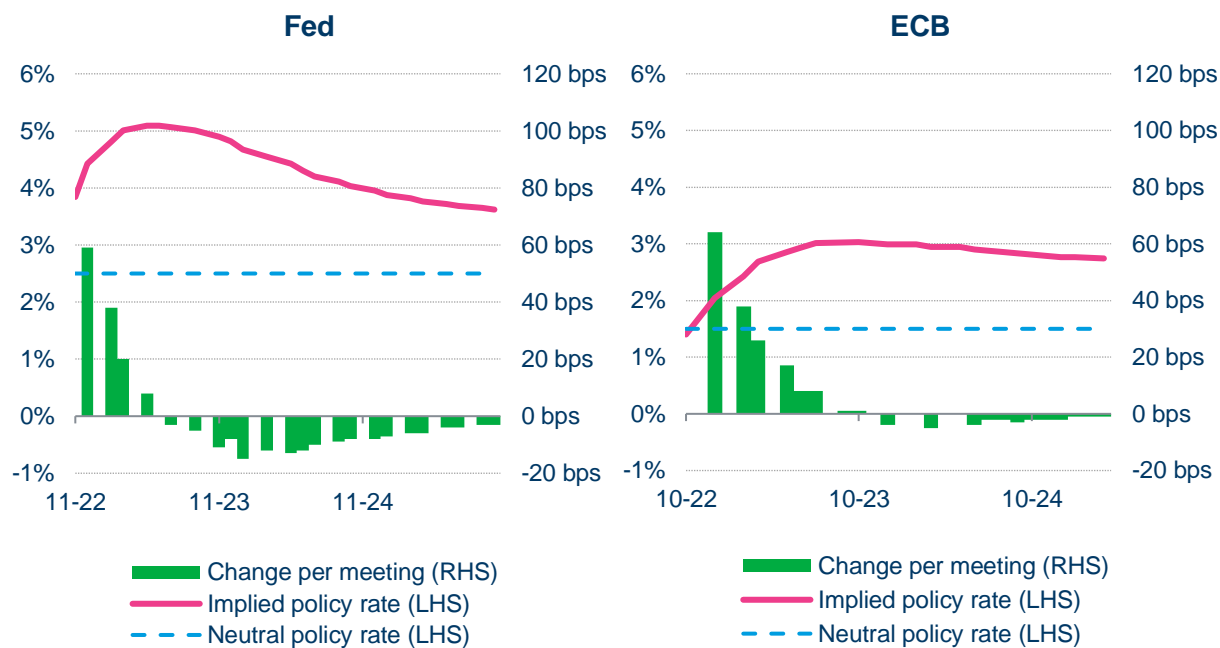
- しばらく中央銀行は利上げを継続するが、利上げのペースは緩やかになる。
- 金融政策の効果を見極めることが必要であり、2023 年前半のどこかで利上げは休止されるだろう。

中央銀行は 2023 年前半も利上げを継続する可能性が高いが、そのペースは 2022 年に比べて緩やかなものとなり、2023 年前半から半ばにかけて、どこかのタイミングで利上げを休止するだろう。金融政策の効果は時間的ラグを伴って経済成長率、インフレ率、労働市場に表れるため、中央銀行は自分達が過去に行った利上げが実体経済にどのような影響を与えたかを見極めたいと考えていることだろう。当社のベースケース・シナリオでは、インフレ率は 18 ヶ月以内に横ばいとなり、また深刻な景気後退は生じないことを想定している。

厳密には言えば、利上げを継続する中央銀行もあれば、休止する中央銀行もあるだろう。しかし、利上げの休止、および過去に行った利上げの効果を検証することは、ほとんどの先進国の中央銀行が共有するテーマとなるだろう。現時点で FRB は 2022 年に合計 375 ベーシスポイントの利上げを行い、その結果、政策金利は 4%まで引き上げられた。金利市場では、今後 FRB の利上げペースが緩やかになり、政策金利は 5%近辺でピークに達することが織り込まれている。その他の中央銀行、例えば、欧州中央銀行（ECB）やイングランド銀行（BOE）も 2022 年には積極的に利上げを行った。FRB とその他の中央銀行が 2023 年中に利下げに踏み切るか否かという点は、2023 年後半において市場のセンチメントを左右する要因となるだろう。米国経済の状況が急速に変化する可能性はあるが、現時点で当社は、FRB が 2023 年中には利下げを行うことはないとしている。先進国の中央銀行

の中で日本銀行（BOJ）だけは 2022 年に利上げを行わなかった。豪州準備銀行（RBA）は 2022 年中に既に利上げのペースを落とし始めており、11 月の会合では 25 ベーシスポイントの利上げにとどまった。

図 8 金利市場の織り込み（米国とユーロ圏の政策金利）



2022年10月31日時点、中立金利は金融政策が収縮的でも拡張的でもない判断される政策金利水準

出所：Goldman Sachs, Mercer

## 主要なリスク要因

- インフレは依然として大きなリスク要因である。
- 当社のベースケース・シナリオではないが、中央銀行による更に積極的な利上げは深刻な景気後退に繋がる可能性がある。
- 中国経済と欧州のエネルギー危機は引き続き大きな不透明要因である。

中央銀行に積極的な利上げ促すような高水準かつ持続性の高いインフレの顕在化は大きなリスク要因である。2023年にインフレ率が対前年比で十分に低下せず、中央銀行の政策担当者が満足する水準よりも高い水準で定着してしまう可能性もある。歴史的な低水準に抑制されている失業率、および高水準の求人数が示唆する労働市場の逼迫は上述のリスクが確かに存在することを示している。インフレ率が十分に低下しない場合、中央銀行の更なる積極的な金融引き締めによって深刻な景気後退が引き起こされる可能性が高まる。このような深刻なダウンスайд・シナリオは当社のベースケースではないが、もし具現化すれば株式市場や債券市場に負の影響を与え続けるだろう。また、別のダウンスайд・シナリオとして、金融政策の効果は時間的ラグを伴って実体経済に波及するため、既に中央銀行は必要以上の金融引き締めを実施しており、経済は既に深刻な不況に向かって進んでいるというシナリオも挙げられる。

もうひとつの大きなリスク要因は中国に関するものであり、習主席への権力集中、および国内需要および安全保障を重視した政策スタンスは、中国政府における経済成長の優先順位について不透明感を生じさせている。

金融市場では地政学的ショックの影響は長続きしない傾向がある。しかし、足元のいくつかの事象は世界秩

序や世界経済に対して長期的に影響を与え続けるものもある。特にロシアのウクライナ侵攻後の緊迫した世界情勢は、地政学的リスクが2023年においても依然として大きなテールリスク要因であることを示唆している。ロシア・ウクライナ紛争の核戦争への発展、台湾をめぐる米中の軍事面もしくは貿易面での衝突、米国とイランの軍事的衝突はいずれも潜在的な懸念材料である。

欧州のエネルギー危機もまた、大きなマイナスもしくは大きなプラスの結果をもたらす得る二面性のテールリスクである。欧州の冬が暖冬で、尚且つ供給側に大きな問題が生じなければ、欧州は今年の冬については必要な天然ガスを容易に確保できるはずである。しかし、欧州が厳冬になるか、あるいは何らかの出来事により供給能力が棄損される場合には、天然ガス、ひいては電力料金に更なる上昇圧力がかかる可能性がある。



# 市場の見通し

## 株式

2022年は先進国株式にとって厳しい一年となった。2022年11月22日時点での年初来の下落率は16%<sup>1</sup>であり、弱気相場入り鮮明になっている。新興国株式に目を向けると、ブラジルなどの資源国の株式は堅調に推移したものの、中国株の低迷の影響が大きく、またドル高も向かい風となり新興国株式は23%<sup>2</sup>下落した。小型株については景気感応度が高いために苦戦を強いられ、ディフェンシブ株も軟調だった。なお、米ドル以外の通貨をベース通貨とする投資家は、為替ヘッジをしていない場合、米ドル高は株価下落の影響を緩和する役割を果たした。

2023年に向けて当社の株式に対する見方は中立である。株式においては全てのサブ・アセットクラスにわたりバリュエーションがこの1年で著しく改善している。しかし、必ずしも割安な水準に差し掛かっているわけではなく、グローバル株式のいくつかのバリュエーション指標は長期的な平均水準まで戻ってきたに過ぎない。投資家はグローバル株式を大幅にアンダーウェイトしているようであり、これは先行きの不透明感を警戒していることが背景にあるのだろう。ウォーレン・バフェットの有名な言葉である「他人が貪欲なときには慎重に、他人が慎重なときには貪欲に」<sup>3</sup>は、今こそが株式への投資を拡大する魅力的な機会であることを示唆しているのかもしれない。しかし、企業の収益が低成長あるいはマイナス成長になる可能性があり、さらには金利とインフレに対する懸念が残っていることから、当社の全体的な株式に対する見方は中立である。債券価格の調整がより

著しく進行していることは、場合によっては株式よりも債券の方が良好なリスク調整後リターンを提供することを意味している。

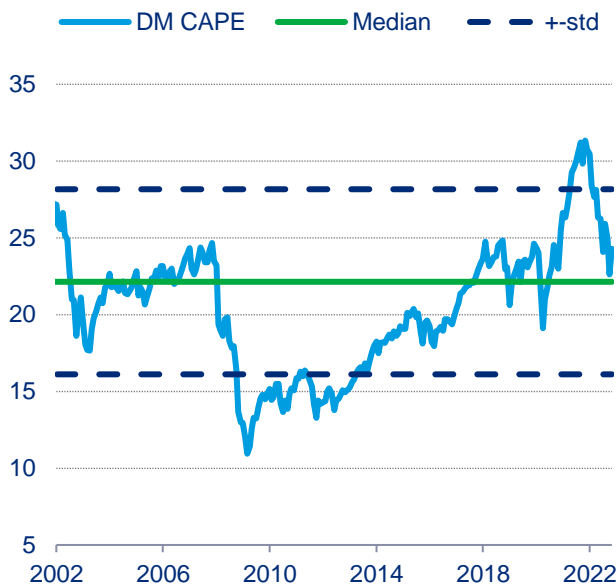
当社のベースケース・シナリオは、中央銀行が金融引き締めを早期に停止し、インフレ率が今後数年のうちに中央銀行の目標水準に回帰するというものである。しかし、このシナリオが実現せずインフレが慢性化する可能性もあり、その場合は株式にとって厳しい環境となることは間違いない。また、経済活動の減速が続いていることをふまえると、現時点の業績予想は楽観的であると言える。企業収益の伸びは鈍化し始めたが、業績予想の大幅な下方修正はまだ見られない。当社は、先進国株式と新興国株式のパフォーマンスが大きく乖離する可能性は低いと考えている。バリュエーション面では新興国株式は先進国株式よりも魅力的ではあるものの、世界経済が直面する逆風と地政学的リスクに対して新興国がより脆弱であることを考慮に入れると、新興国株式のほうが先進国株式よりも魅力的であると言い切ることは賢明ではない。しかし、仮に米ドルが下落する場合には新興国株式は先進国株式を大幅にアウトパフォームする可能性がある。当社は、米ドルは将来のいずれかの時点で下落することを予想しているが、その時期は必ずしも2023年中に訪れるとは限らない。

<sup>1</sup> MSCI World Net Total Return USD Index。2022年11月22日時点の年初来下落率（Bloomberg）

<sup>2</sup> MSCI Emerging Market Net Total Return USD Index。2022年11月22日時点の年初来下落率（Bloomberg）

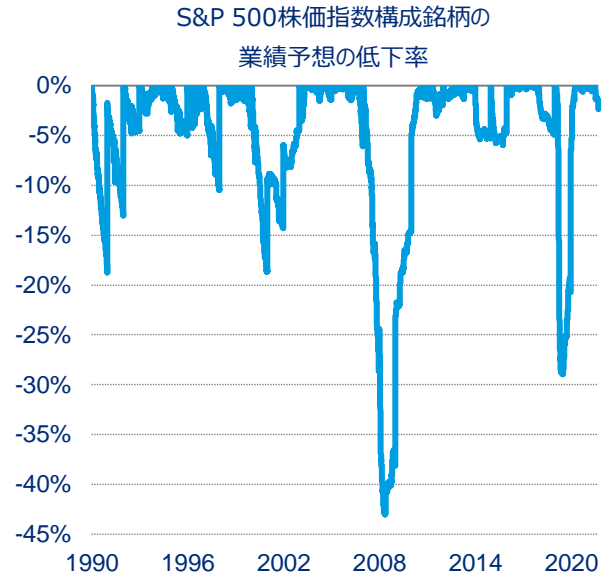
<sup>3</sup> Berkshire Hathaway – Chairman’s Letter 1986

図 9 株式のバリュエーションは低下（左図）、業績予想の下方修正は限定的（右図）



2022年10月31日時点。

出所：Bloomberg、Mercer



2022年11月時点。

出所：Ninety One、Bloomberg

## 債券

2022年、高インフレ環境に呼応して国債の価格が下落し、国債市場は70年以上ぶり<sup>4</sup>の世界的な弱気相場となった。中国を除く各国の国債市場ではあらゆる満期の国債が幅広く売られ、名目金利が上昇した。中央銀行が世界金融危機以降の金融緩和政策を転換したことから、インフレ連動債利回り、すなわちインフレ率を差し引いた後の実質債券利回りも急上昇し、同利回りはプラス圏に浮上した。中央銀行による積極的な金融引き締めを織り込みながら償還期間の短い債券の利回りが上昇したため、多くの地域でイールドカーブはフラット化し、一部の地域では逆イールド形状に転じた。米国の2年物および10年物の国債

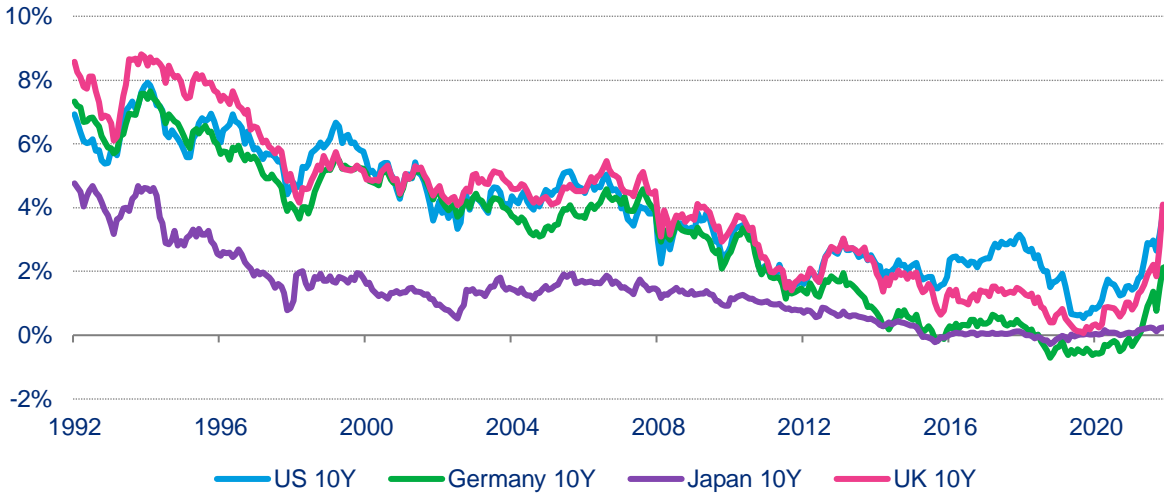
利回りは年初来<sup>5</sup>で、それぞれ378ベーシスポイントと225ベーシスポイント上昇した。

中央銀行による政策金利の大幅な引き上げを背景に債券利回りの水準調整が相当程度進んでいるため、当社はデュレーション・エクスポージャーに対する見方を弱気から中立に変更した。しかし、インフレが慢性化し、債券利回りに更なる上昇圧力がかかるテールリスク・シナリオを警戒し、現時点ではデュレーション・エクスポージャーに対する見方を強気に転換することには躊躇している。なお、実際のインフレ率が期待インフレ率を大きく上回っているため、国債よりもインフレ連動債の方をやや選好している。

<sup>4</sup> Deutsche Bank – Long Term Asset Return Study (2022年9月)

<sup>5</sup> 2022年11月22日時点 (Bloomberg)

図 10 国債利回りが急上昇



2022年10月31日時点

出所：Bloomberg

## クレジット

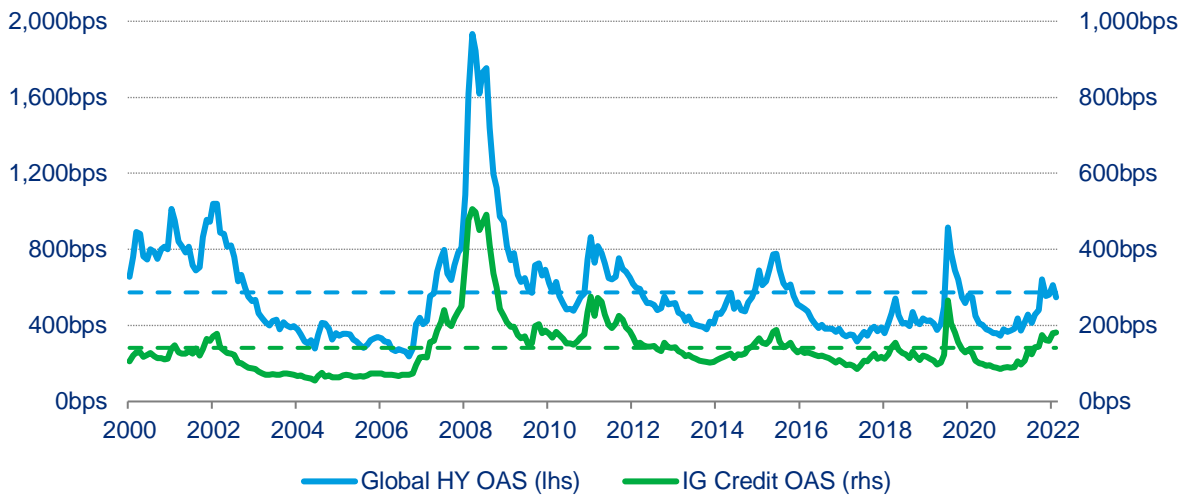
2022年、投資適格債とハイイールド債の利回りはともに上昇し、それぞれ年初来で15%、18%のマイナス・リターン<sup>6</sup>となった。企業のファンダメンタルズは引き続き堅調であるものの、デレーション・エクスポージャーを持つ資産が敬遠されるなか、世界経済の停滞とインフレ率の上昇に対する懸念も相まって社債の価格は大幅に下落した。

当社は、投資適格債とハイイールド債に対してポジティブな見方をしている。グローバル・ハイイールド債指数の利回りは9%に近づいており、またデフォルト率の上昇は依然として抑制されていることから、これらの資産クラスには魅力的な投資機会が存在している。現時点のスプレッド水準は長期的な平均水準を僅かに上回る程度だが、ここ数年間で償還を迎える債券はあまり多

くないこと、企業のバランスシートが健全であること、さらに、当社は米国が深刻な景気後退を回避することを予想していることから、当社はハイイールド債のデフォルトが大幅に増加することはないと見ている。投資適格債も格下げやデフォルトの可能性が低く、ハイイールド債と類似する状況だが、当社は相対的に投資適格債よりもハイイールド社債をやや選好している。

<sup>6</sup> ICE BofAML Global Bond Markets Corporates、ICE BofAML Global High Yield Constrained、Bloomberg（2022年11月22日時点）

図 11 世界のハイイールド債のスプレッド



10月31日時点、破線は期間中の各アセットクラスのOASの中央値

出所：Bloomberg、ICE、Mercer

## 新興国債券

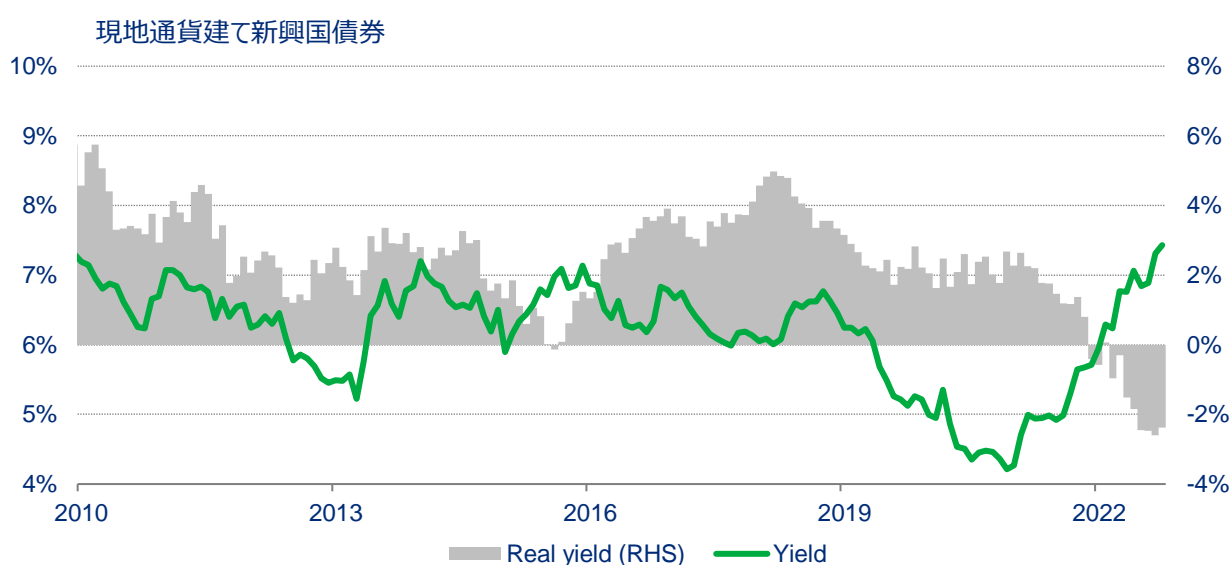
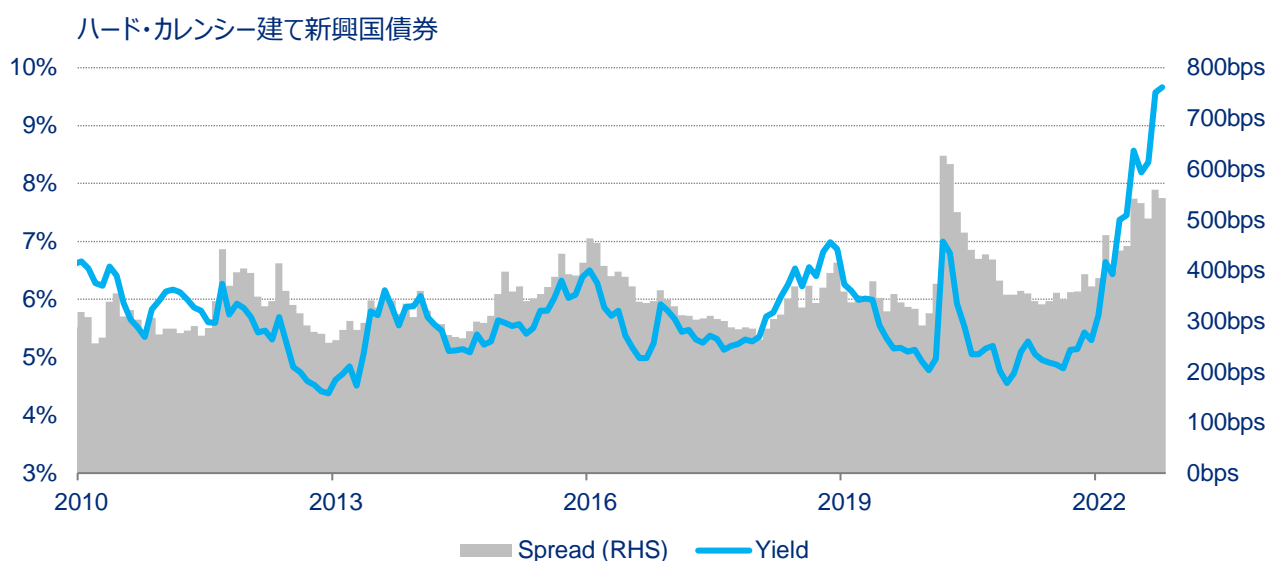
全般的なリスク資産価格の下落を背景に、現地通貨建ておよびハード・カレンシー建ての新興国債券指数は年初来でそれぞれ15%、20%のマイナス・リターン<sup>7</sup>となった。これには、ロシア国債が新興国債券指数から除外され、同債券の時価評価が大幅に下落したことが影響したほか、その他の新興国債券市場の地合いも軟調であった。新興国の中央銀行がインフレ圧力の上昇にいち早く対応したことは新興国経済の弾力性を高めたが、米国の金融引き締めと大幅な米ドル高が相まって新興国債券市場は下落を免れることはできなかった。ロシアのウクライナ侵攻などの地政学的なショックや、フロンティア市場（ハード・カレンシー建て新興国債券指数の12%に相当<sup>8</sup>）で国債のデフォルトがあったことも新興国債券市場全体の足を引っ張る要因となった。

当社は、グロース債券の中ではグローバル・ハイイールド債を特に選好している。新興国債券に関してはグロース債券の中においては中立の見方を維持している。なお、歴史的に見ても新興国通貨のバリュエーションは非常に割安な水準であるため、当社は、ハード・カレンシー建てよりも現地通貨建ての新興国債券をやや選好している。

<sup>7</sup> JP Morgan EM Global Diversified Composite (Local Currency)、JP Morgan EMBI Global Diversified Composite (Hard Currency)、Refinitiv (2022年11月22日時点)

<sup>8</sup> JP Morgan (2022年10月11日時点)

図 12 新興国債券のバリュエーション



2022年10月31日時点

出所：JP Morgan 新興国債券指数、Refinitiv、Mercer

## 為替

2022年、米ドルは多くの追い風を受けて力強く上昇した。米国の高いエネルギー自給率、ユーロや円などの主要通貨との金利差拡大、安全資産としての需要といった要因は全て米ドル高に作用し、米ドルは今年最も上昇した通貨のひとつとなった。特に円安ドル

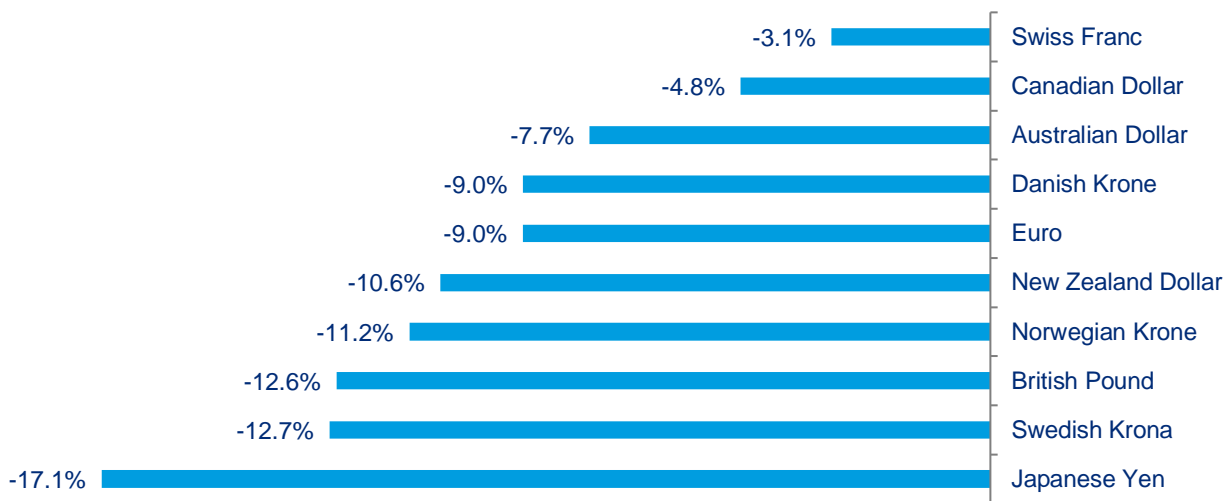
高は日本銀行が為替介入に踏み切らざるを得ないほど急激なものとなった。

2022年の上昇を受け、米ドルはほとんどの先進国通貨と新興国通貨に対して著しく割高な水準に達している。実質実効為替レートで見ると、円は1970年代と

同等の水準まで円安が進んでいる。当社は、米国以外の国々が直面している逆風が解消されるには時間を要するものの、長期的には米ドルは先進国通貨や新興国通貨に対して下落すると考えている。しかし、そのタイミングを予想することは難しいため、当社は米ドルに対して中立的な見方をしている。特に欧州のエネルギー危機が解消される場合にはユーロの大幅な上昇、あるいは日銀が金融政策を転換する場合には円の大

幅な上昇が見込まれ、米ドルのダウンサイド・リスクは膨らみ始めている。ほとんどの主要通貨について米ドルに対するバリュエーションが数十年来の低水準に近づいているため、投資ホライズンの長い投資家にとっては長期的なドル安を見据えたポジションを取るには良い時期かもしれない。

図 13 主要通貨 vs. USドル



2022年11月11日時点

出所：Bloomberg

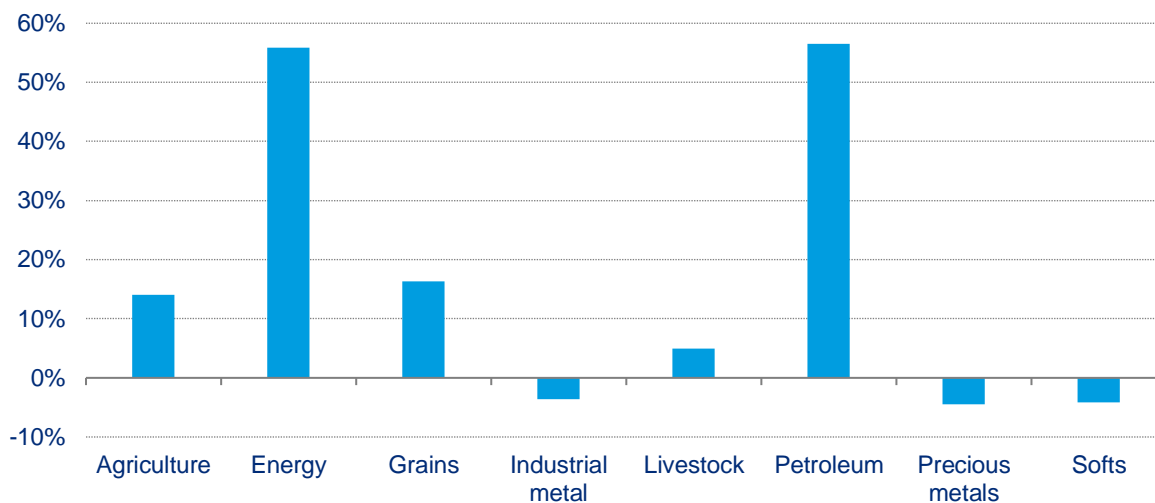
## コモディティ

コモディティは2022年にプラスのリターンとなった数少ない資産クラスの一つであり、天然資源に対する強い需要とロシア・ウクライナ紛争などの要因によりコモディティ指数は年初来で19%上昇<sup>9</sup>した。なお、年後半には世界的な景気後退懸念と中国の景気減速を背景にコモディティ指数は緩やかな調整局面に入った。コモディティ価格が大きく上昇した最も大きな理由として、

ロシアによるウクライナ侵攻とその後の政治的駆け引きの結果、ロシアから欧州への天然ガス供給が減少したことが挙げられる。また、ロシア・ウクライナ紛争は工業用金属価格、あるいは小麦などの農産物価格にも影響を与えた。金などの貴金属価格は実質金利の上昇が向かい風となり、他のコモディティをアンダーパフォームした。

<sup>9</sup> Bloomberg Commodity Total Return Index, Bloomberg (2022年11月22日時点)

図 14 各コモディティの年初来リターン



2022年11月11日時点

出所 : Bloomberg

## おわりに

2022年はパンデミックの余波、地政学的リスク、インフレ率の上昇、サプライチェーンの混乱などが世界経済にとって強い向かい風となった。当社は、2023年には先進国経済は引き続き減速するものの、景気の見通しはそれほど悪いものではないと考えている。インフレ率が2023年に中央銀行の目標水準まで低下することはないにしても、2022年に金融市場や経済を悩ませてきたインフレ圧力は弱まり始めている。

過去20年間で最も積極的なものとなった中央銀行による金融引き締めの結果、インフレ率は相応に低下することが期待され、中央銀行は2023年に利上げを休止し、金融引き締め政策を終了するだろう。中央銀行がさらに一歩踏み込んで金融緩和政策に転換するか否かは、2023年の市場センチメントに影響を及ぼす重要な要因となる。地政学的リスクは根強く残ると思われるが、現在の問題が一つでも解決に向かう場合には市場に大きな追い風となる可能性がある。

短期社債とハイイールド債券は利回りが上昇しており、またデフォルトや格下げは緩やかな増加にとどまることが見込まれるため、これらの債券には魅力的な投資機会が存在すると考える。国債については、利回りは魅力的であるが、現在の金利市場の織り込みに反して中央銀行による利上げが2023年前半にピークを迎えず、年半ば以降も利上げが継続されるリスクに配慮する必要がある。株式についても、バリュエーションは改善しているものの、楽観的な業績予想や、インフレと利上げが継続するリスクに配慮する必要がある。米ドルのバリュエーションは極めて割高な水準ではあるが、他の国々の経済活動が相対的に軟調である限りは、短期的には米ドルのモメンタムは続く可能性もある。しかし、中長期的な観点からは、当社は米ドルが現在の水準から下落する可能性がますます高くなっていると考えている。





## 重要事項

商号：マーサージャパン株式会社  
住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー  
電話：03-6775-6700  
金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第1061号  
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会 投資助言・代理会員

### ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[Report\(Vertical\)\(mercer.com\)](https://www.mercer.com/Report(Vertical))をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 当社との間で投資顧問契約をご締結いただいた場合には、お客様と合意した投資顧問報酬をいただきます。投資顧問報酬は、お客様の事情、運用スタイル、契約資産額、サービス内容等に照らして、当社の裁量によって決定するため、具体的な報酬料率、上限額等を事前に示すことができません。
- 当社はお客様との投資顧問契約に基づき、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断を含む様々なコンサルティング・サービスをご提供いたします。当社の助言に基づいて、お客様が投資を行った成果は、すべてお客様に帰属します。当社の助言は、お客様を拘束するものではなく、有価証券等の売買を強制するものではありません。売買の結果、お客様に損害が発生することがあっても、当社はこれを賠償する責任は負いません。