2022～2023年の見通し

# パンデミックの影響は後退し、引き締め政策始動へ

2021年12月1日


## コア・インベストメント マクロリサーチチーム

寄稿者：
クリス・アイゴー – アクサIMコア・インベストメント CIO
ロマン・カバッソン – ソリューション・ポートフォリオマネージャー、 アクサIMコア・ マルチアセット
アレッサンドロ・テントリ – CIO、アクサ IMイタリア

## 目次


世界経済見通し：縮小、復元、吸収 3
ジル・モエック

投資見通し：小幅な金利上昇に対応 5
クリス・アイゴー

米国：価格圧力の緩和に向けた構造再編 7
デイビッド・ペイジ

ユーロ圏：短期的な逆風はあるが、モメンタムは維持 9
ユーゴー・ル・ダマニ

中国：成長と持続可能性の微妙なバランスが必要 11
エイダン・ヤオ

英国：パンデミックを越え、EU離脱後の経済へ 13
モデュップ・アデグベムボ

日本：ようやく回復軌道へ 14
ユーゴー・ル・ダマニ

カナダ：国内動向が中央銀行を動かす 15
デイビッド・ペイジ

新興国：反発から回復へ 16
イリーナ・トパ＝セリー、シャーリー・シェン、ルイス・ロペス＝ビバス

為替：注目はテーパリングから利上げへ 20
ロマン・カバッソン

クロスアセット：「進路維持」政策がリスク資産のカギ 23
グレゴリー・ヴェニゼロス

金利：上昇圧力 24
アレッサンドロ・テントリ

クレジット：スプレッドの「冬眠状態」は2022年まで続く可能性 27
グレゴリー・ヴェニゼロス

株式：移行期で模索 30
エマニエル・マコンガ

予測サマリー 33

2022年の政治・経済日程 34

略語一覧 35

# 世界経済見通し：縮小、復元、吸収

ジル・モエック

## 主なポイント

- 世界的な供給圧力は徐々に緩和し、インフレは鈍化するとみられます。
- このため、中央銀行は政策正常化のペースに関して慎重な姿勢を保つことができるでしょう。
- 気候変動との戦いの影響を抜きにして、マクロ経済見通しを考えることは不可能になっています。2022〜2023年には、目に見える形での資本再配分がGDPにプラスの貢献をもたらすとみられます。

## 供給への圧力は後退

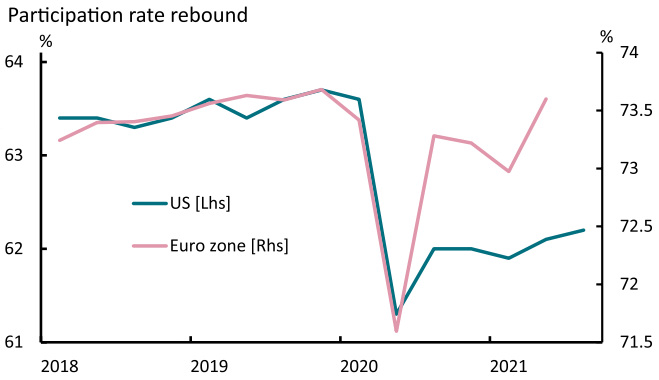
2020年は経済活動が大幅に縮小した年でした。2021年は急速な「復元」の年となり、経済の再開に伴い需要が速やかに立ち上がり、供給に大きな圧力がかかり、消費者物価の数十年ぶりの上昇を引き起こしました。無論、本稿執筆時点では確信はできませんが、オミクロン株の出現で広範囲の感染拡大抑制のための制限がまた起きることはないとの前提に立つと、2022年はパンデミックのショックを緩やかに吸収し、目を見張るとは言えないまでも堅調なGDP成長率を実現できると予想しています。大半の繰り延べ需要のキャッチアップが過ぎつつあるため、供給状況が正常化してインフレ率が鈍化するとみられます。

長引く感染拡大抑制策による供給の混乱は、世界的なボトルネックの出現に大きな影響を及ぼしましたが、需要も同様でした。世界中で消費の対象は、サービスから輸送路が長くかつ複雑な国際バリューチェーンに依存する財にシフトしました。この傾向は特に米国で顕著です。2021年7〜9月期、財に対する米国の家計支出はパンデミック前に比べて15%増加し、1947年の統計開始以来最大の伸びとなりました。世界の消費に占める米国の圧倒的なシェア（2019年は名目ベースで30%）を考えると、この「供給過剰」は世界の供給事情に多大な影響を及ぼしたことになります。パンデミックに起因するサービス産業全体の縮小はすでに過ぎ去ったと考えられます。米国の財の消費はようやく2021年7〜9月期に後退しました。

鉄鉱石価格や海上運賃といった一部の重要な国際価格指標はすでに低下しつつあり、戦略的備蓄の放出が決まったことで原油もようやく値下がりに転じました。こうした川上部門でのインフレ圧力の緩和が消費者物価の低下をもたらすかは、労働市場を通じては波及する二次的効果を抑えられるかどうかにかかっています。

当社の基本シナリオ予測の主要前提の一つは、米労働参加率の正常化は賃金上昇圧力の緩和をもたらすというものです。事実、労働参加率の長引く低下には、育児問題などの新型コロナウイルスの影響が反映していると考えられます。欧州の人手不足の解消が進んでいないのは、技能ミスマッチといった構造的な欠陥が大きな原因ですが、米国とは反対に賃金上昇加速の兆しは認められません（Exhibit 3参照）。

**Exhibit 1: 欧州の労働参加率は上昇**




*Source: Bureau of Labor Statistics, OECD and AXA IM Research, November 2021*

## 先進国と新興国の政策に乖離

先進国は緩和的な経済政策を維持しています。確かに、米国が新たに打ち出した財政政策は過去 2 年間に比べてはるかに規模が小さいですが、過去の財政刺激策の効果は大半が家計の余剰貯蓄として保有されており、需要喚起には十分です。

中央銀行は景気刺激策の段階的な縮小に動き始めていますが、当社の基本シナリオ予測は、2022年前半の前年比インフレ率は高く、中央銀行は目標とするインフレ率に収束すべく慎重な姿勢を維持するというものです。FRBがある程度のインフレ率のオーバーシュートを容認するとのコミットメントを受けて、2022年終盤になってようやく米国は最初の利上げに踏み切るでしょう。米国に比べて内因性の価格圧力が小さく、サイクルも遅行している欧州では、欧州中央銀行（ECB）が2023年以前に利上げを実施するとは予想していません。

ECB が注目しているのは政策金利というよりも、量的緩和の段階的な縮小でしょう。当社の基本シナリオ予測は、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）は 2022 年 3 月に打ち切られるものの、資産購入プログラム（APP）を再度見直し、少なくとも 2022 年末まで月間 400 億ユーロ増額して影響を一部相殺すると見込んでいます。

しかし、新興国では中央銀行の信頼性が先進国ほど高くなく、厳しい金融引き締めを余儀なくされており、需要を落ち込ませています。トルコのようにこうしたトレンドに抵抗し、中央銀行が金利引き下げを実施している一部の国々は、通貨下落という大きな打撃を受けています。新興国市場は、頼りの中国から

の需要減という逆風にもさられる見通しですが、先進国に比べてこの影響は大きいです。

実際、今回の危機において、中国は「世界の成長エンジン」の役割を果たせていません。むしろ、中国は長年にわたる行き過ぎた不動産セクターの課題是正に腐心しており、GDP 成長率の鈍化を招いています。他方で、「ゼロコロナ」政策により回復にはかなりの費用が必要となるでしょう。GDP 成長率の下限はおそらく 5%で（当社は 2022 年に若干の政策緩和を予想）、世界経済はこれまでになく低調な中国からの需要への対応を迫られるでしょう。

当社の基本シナリオ予測は、世界の主要経済地域で散発的に感染が急拡大しているため、コロナ禍は引き続き懸念材料ではあるが、感染の新たな波が経済活動に及ぼす打撃は回を追うごとに小さくなる、という 2020 ～ 2021 年に確認されたパターンは続くと見込んでいます。特に欧州連合（EU）においては、フランスとイタリアが採用しているワクチン接種状況に応じて主要な活動を許可するというモデルが、当初はこの施策に懐疑的だった加盟国にも徐々に広がると予想しています。これは、影響が広範囲に及ぶ都市封鎖（ロックダウン）から経済を守り、ワクチン接種に消極的な市民を接種（ブースター接種を含む）に向かわせるための手法です。

2022 ～ 2023 年は政治面でも大きな動きがあります。当社の基本シナリオ予測では、2022 年には現行の政策スタンスに対する選挙結果の影響は大きくないと見込んでいます（フランス大統領選ではマクロン氏が順調に再選されるでしょう）。当然ながら、米国の場合は話が別です。本稿執筆時点の世論調査が示しているように、中間選挙において共和党が下院で過半数を獲得すれば、向こう 2 年間にわたって政治の行き詰まりが続きます。2023 年に実施されるスペインとイタリアの議会選挙は注視する必要がありますが、英国総選挙の前倒しという見方に当社は懐疑的です。

コロナ禍が過ぎれば、当社基本シナリオに関するリスクはバランスが取れたものになるでしょう。先進国ではインフレ抑制はより困難になり、需要に痛手となる大規模な政策引き締めを迫られる可能性があります。一面、余剰貯蓄が予想以上に速く正常化すれば、新たな消費拡大の年となるでしょう。

## （今のところ）気候変動との戦いは成長を後押し

最後に、気候変動との戦いの影響を抜きにして、マクロ経済見通しを考えることは不可能になっている点を指摘しておきます。

COP26（第 26 回国連気候変動枠組み条約締約国会議）の結果は満足のいくものではありませんでした。欧州の研究機関で構成されるクライメート・アクション・トラッカーによれば、参加国が表明した 2030 年の中期目標を実現しても今世紀中に 2.4 度の地球温暖化が見込まれます。石油・ガス産業、またおそらくは森林にとって新たな制約要因となるメタン取引を除き、グラスゴー気候協定の声明はどれも企業行動、ひいては経済活動に具体的な影響を及ぼすものではありません。最大の失望点は、世界レベルでの炭素価格設定に向けて進展が見られなかったことです。実際のところ、投資家と企業は炭素価格の今後の動向を見極める必要があります。

とはいえ、気候変動との戦いがまだ経済に影響を与えていないと考えるのは妥当ではありません。気候変動対策はコストと見なされることが多いですが、世界的な脱炭素化という問題になると、コストの概念は曖昧です。このプロセスに不可欠なのは、ネットゼロ経済に移行しようとしているセクターや企業に資本を再分配することです。従って、脱炭素化に対応できていないセクターや企業では資本の劣化が生じることが考えられますが、GDP にとって重要なのは全体としての投資です。また、ネットゼロ経済に移行するための投資は膨大なものになりますが、目に見える形になってきています。基金の 30%をグリーン経済への移行に配分する「次世代 EU」に各国の政策が加わり、気候変動との戦いに向けて今後 2026 年までに欧州主要国では GDP の 2 ～ 6%に相当する投資拡大を行うと当社は予想しています。

今後に目を向けると、いずれ GDP 成長率を犠牲にする対策も採らざるを得なくなるとみられます。EU の国境炭素税の導入により、温暖化対策に消極的な新興国や先進国に脱炭素化努力を強化させたいところですが、これは購買力に悪影響を及ぼすことになります。EU の産業セクターにカーボンプライシングを広く適用することも同様です。そうなれば、家計部門の購買力が損なわれることは否めません。ドイツの再生可能エネルギーへの移行は賞賛の的となっていますが、このエネルギー開発の背景ではピーク時に一般家庭の電気料金が可処分所得の 1% にも達したという現実があります。そうは言っても、当社の予想投資期間において、気候変動との戦いは GDP に寄与すると見込んでいます。

# 投資見通し：小幅な金利上昇に対応

クリス・アイゴー

## 主なポイント

- 新型コロナ感染拡大は引き続き市場の関心事です。
- しかし、インフレ率の上昇も懸念されます。
- 投資見通しには、一部の国々での緩やかな金利上昇を織り込む必要があります。
- だが、大半はすでに織り込まれています。
- 実際の金利上昇が予想通りになれば、債券市場の損失はそれほど大きくならないでしょう。
- 企業収益が成長を続ける限り、株式市場は小幅な金利上昇に対応できるとみられます。

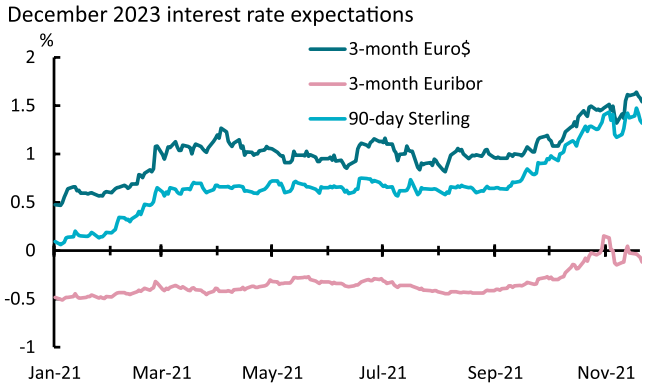
## インフレを受け、低債券利回りに注目

新型コロナウイルス発生から2周年を迎えようとしていますが、投資家にとって新型コロナウイルスは依然として重要な懸念材料です。新型コロナウイルスの影響を受けて、需給バランスの混乱が続いているため、金融市場では「リスクオフ」行動が散発的に見られます。通常、予期せぬショックが発生した場合、世界経済の回復ペースの維持が疑問視されます。そのため、安全と見なされている資産に買いが殺到し、マクロ経済がインフレと金利の上昇を示していても、債券利回りには直観と相容れない動きが生じます。

2022年もこうした市場行動が続く可能性は高いと予想しています。ただし、新型コロナウイルスには引き続き警戒が必要だとしても、最大の懸念材料は世界的なインフレ率の上昇でしょう。政策立案者は思い切った金利引き下げと財政緩和によって、新型コロナウイルスがもたらすであろう打撃に対処してきました。まずは経済成長を支え、次に成長ペースを押し上げたことで、企業資産の価値が上昇しました。インフレ改善策はこれに比べて痛みを伴います。近年、中央銀行はインフレ率の押し上げに苦慮してきましたが、ここに来て政策転換を余儀なくされる可能性があります。そのためには、一部の国において金利が上昇する必要が出てくるため、債券および株式のリターンと経済成長にとっての意味合いは大きく異なるでしょう。

2021年後半を通じ、市場は金利上昇が近いとの見方を徐々に織り込んでいきました。インフレ率の急上昇がこれに拍車をかけ、コロナ禍後の中央銀行の金融政策の一つであるフォワードガイダンスとは相反した動きが生じました。2022年の見通しとしては、 投資家はインフレ軌道そのものを巡る数々の問題を検討する必要があるでしょう。例えば、中央銀行はすでに織り込まれている以上の政策が必要となるのか、ネガティブな結果を回避するために、ポートフォリオをどう調整するかといった問題です。ネガティブな結果としてはインフレ続伸、金融政策の引き締め強化、これを受けた成長見通しの引き下げなどが考えられます。

**Exhibit 2: 金利期待は上昇傾向**




*Source: Bloomberg and AXA IM Research, 19 November 2021*

本稿で紹介するインフレ率に関する当社の基本シナリオ予測は、債券市場が織り込んでいる内容と整合性があります。現時点での当社シナリオでは、長期債利回りの大幅な上昇を除外しており、株式は高いリターンを実現するとしています。しかし、主要中央銀行の中には、向こう1～2年のうちに政策金利をパンデミック危機時の水準から引き上げる可能性があります。引き上げは非常に低い水準からスタートし、市場の見方が正しければ、おのずと引き上げ幅は限定的になるでしょう。しかし、パンデミック危機に応じた金融政策は終焉に向かうでしょう。

世界的に金融政策の転換が近づいているため、複数のシナリオを検討し、アセットクラスごとの期待リターンに及ぼすとみられる影響を考慮することが重要です。債券から株式にも及ぶネガティブショックは、政策立案者が均衡金利の長期見通しの変更に動くとみられる時に発生します。入手した情報に基づき、FRBが譲歩し、最終的な政策金利を2.5%を幾分超える水準とすれば、長期債利回り、またこれも重要ですが、実質利回りがここ2年間の水準を大幅に上回る可能性があります。そうなると、成長および利益モメンタムが打撃を受けるでしょう。債券のリターンがマイナスになれば、それがすぐに波及して株式市場で大幅な調整が起こる可能性があります。

1980年代には、予想外のインフレ低下が実質リターンを押し上げました。2022～2023年はこれと反対の状況になるリスクがありますが、現時点ではまだリスクにとどまっており、中心シナリオではありません。2022年になっても高金利が継続したとしても、インフレは一時的にとどまると予想されます。米国などの主要国で賃金物価スパイラルが再燃するとの見方は現実味に欠けると考えられます。当社の見方が正しければ、インフレ後退傾向が続いている限り、債券市場は小幅な引き締めには対処できます。100ベーシスポイント（bps）程度の金利上昇は、株価上昇によって多大な利益を上げてきた株式投資家にとって、大打撃とはならないでしょう。株式にとって、金利がやや上昇し、株

価下落で増益率が若干落ち込んだところで、弱気市場の材料とはとても言えません。持続的な回復、気候変動に関するイノベーション、サプライチェーンの再編は、当面の間、株式投資家にとっては強い追い風になると考えられます。

しかし、ポートフォリオにある程度の保険をかけるのは悪くない考えです。物価連動債は現サイクルのインフレを上回るペースで上昇しており、2022年もこの傾向が続くと予想されます。他の債券資産は苦戦するとみられますが、それでもデュレーションと信用エクスポージャーを臨機応変に管理すれば、プラスのリターンを確保できるでしょう。先進国の債券市場が2年続けてマイナスのリターンを記録するのは異例である点に留意すべきです。過去において、債券利回りが大幅に上昇するとの予想が誤りであったこともあり、今回も同じ結果になる可能性があります。株式の場合、レバレッジが低く、強い価格決定力と革新的な製品ラインを有する企業が利益を拡大すると予想されます。

2008～2009年の世界金融危機以降、世界では超低金利と中央銀行による量的緩和が主流になっています。世界経済がパンデミックから抜け出せれば、中央銀行は政策ミックスを適正に調整していくでしょう。債券買い入れ規模は縮小し、金利も徐々に正常化していくとみられます。金融市場の専門家の多くは、緩和的な金融政策と金融市場のだぶつきの兆候を安易に結びつけてきました。しかし、市場に対して極度に弱気になるためには、以下のような流れを確信する必要があります。すなわち、中央銀行の介入が後退し、リスクフリーレートが上昇するため、投資家は再びリスク資産から国債に戻り、ポートフォリオのリバランス効果が出てきます。そして、中央銀行が積極的に動かないため、世界経済の先行き不透明感が高まり、クレジットと株式のリスクプレミアムが上昇するというシナリオです。

要するに、金融支援を性急に取り除くと、短中期的な引き締め状況が成長を鈍化させ、景気サイクルは短期化します。その度合いはまさしくインフレ率次第です。
供給の混乱、長期的なサプライチェーンの変革（在庫を持たないジャスト・イン・タイム方式から万が一に備えるジャスト・イン・ケース方式への移行）、労働市場や財政政策といった世界経済の行方に対するパンデミックの影響を本当に理解するには時間がかかるでしょう。しかし現段階では、中央銀行は慎重な姿勢を維持し、長期的な二次的効果を確認したうえで、数十年にわたる低インフレ時代の終焉を確認する必要があるでしょう。一方、企業がデジタル化やエネルギー移行といった構造変革を促す流れに対応しているため、投資家は引き続きまずまずのリターンを享受できると考えられます。

最後の点については、脱炭素化の進展が資本配分と投資機会に及ぼす影響が強まるとみられます。アセット・アロケーションの判断による脱炭素化への支援、エネルギー移行計画を策定している企業へのエンゲージメントにおいて、また、ESG（環境・社会・ガバナンス）の面で高く評価される新たなテクノロジーやビジネスモデルを支援することで、投資家は重要な役割を果たしています。2021年後半に広い地域でインフレが進んだためエネルギー価格が上昇しましたが、カーボンプライシングに対する各国の足並みは揃っておらず、エネルギー価格はさらに上昇する可能性があります。おそらくそうなると予想されますが、経済の流れは再生可能エネルギーに大きく傾き、川上分野は間もなく活況を呈するでしょう。こうした状況が成長を後押しし、投資家は利益を確保する機会に恵まれると考えられます。

エネルギー移行に伴う価格上昇は避けられませんが、だからといって必ずしも金利が急騰したり経済が激しく変動したりするわけではありません。2022年に投資家が注目するのは、インフレのピークがいつか、そしてその影響が物価と賃金の動向にどう波及していくかでしょう。強気シナリオは、インフレはピークを打ち、依然として各国が密接に連携している世界経済の柔軟性が今回も期待を裏切らないというものです。その場合、生産プロセスで炭素を処理吸収すれば、相対物価調整は一般物価に影響を及ぼすことはなく、引き続き中央銀行にはインフレに対応する十分な余地ができます。しかし、相対価格調整が広がると、物価上昇すなわちインフレを招くため、中期的に低インフレが続いている国に対する投資家信頼感は損なわれる可能性があります。

# 米国：価格圧力の緩和に向けた構造再編

デイビッド・ペイジ

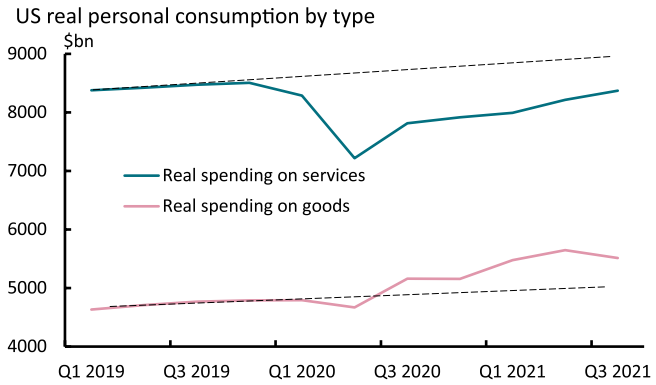
## 主なポイント

- 新型コロナ感染拡大が抑制されれば、サプライチェーンへの圧力は緩和されるでしょう。インフレ率は40年ぶりの高水準に向かっていますが、2021年末にピークを迎え、2022年4～6月期以降は大幅に低下すると予想されます。
- 米国のGDP成長率は堅調に推移すると思われますが、2021年には5.5%、2022年には3.5%、2023年には2.7%と減速していくと予想しています。
- FRBは、2022年末には実際に引き締めサイクルを開始すると見られますが、長期的なインフレ動向に対応するため、より早期の引き締め開始の可能性もあります。

## 供給制約とインフレーション

2021年の急激な需要回復は、サプライチェーンの深刻なボトルネックを引き起こしました。この点は木材や鉄鉱石などの市場で顕著で、価格は高騰した後に下落に転じました。半導体などの根強い供給不足は2022年後半まで続くと予想されます。最近になって、世界的な天然ガス需要の高まりが間接的にガソリン価格を押し上げ、価格はさらに上昇しています。この供給ショックの広がりが物価を押し上げています。当社は、新興国の新型コロナウイルス感染抑制策が強化され供給が追いつき、消費者需要がサービスに回帰して、耐久消費財需要が緩めば、供給制約は2022年に緩和すると予想していますが（Exhibit3参照）、やはり国内のウイルス感染者の減少が前提となります。

**Exhibit 3: 大規模な消費財購入は解消へ**




*Source: Bureau of Labor Statistics (BLS), AXA IM Research, November 2021*

こうした傾向のインフレへの影響は大きく、当社が予想していた以上に激しいものです。10月の消費者物価指数（CPI）インフレ率は6.2%と30年ぶりの高水準となり、2008年の前回ピークである5.6%を大幅に上回りました。中古車価格、航空運賃、特に賃料の上昇は続くとみられ、インフレ率は12月に7%弱でピークを打つ見通しです。そのため、当社は短期インフレ見通しを2021年は平均4.7%、2022年は4.1%に見直しました。とはいえ、広範囲での価格調整はインフレ減退に伴って終息し、急激に反転する可能性が高いです。2022年4～6月期からこうした状況が明らかになり、現状の低成長見通しと相まって、消費者の購買力を削ぐと予想されます。家計所得が伸び続ける状況にあってこそ、インフレは自律的であり、それゆえ市場は2021年7～9月期の急激な賃金上昇の兆しに反応したのです。当社は2022年にはCPIインフレ率が急落し、2023年には平均2.9%になるとの予想を据え置きますが、これはFRBが目標とする個人消費支出（PCE）インフレ率2.5%とほぼ同じです。

## 財政支出、余剰貯蓄、成長率

超党派インフラ法案（追加支出5,500億ドルはGDPの2.4%に相当）の可決は一つの重要な節目ではありますが、今後の成長を押し上げるためにはさらに1.6兆ドル（GDPの6.5%に相当）の支出が必要になります。これが実現したとしても、支出額は2020年3～4月（同12%に相当）、2020年12月（同4%に相当）、2021年3月（同9%に相当）の財政支援策に比べれば規模は小さいです。また、これまでの対策には、約1.5兆ドルの増税策が含まれています。このため2022年には、財政政策は実質的にGDPのマイナス5%までタイト化すると予想されます。

こうした状況は成長にとって厳しい逆風と考えられます。ただし、前回の財政支援策には家計部門への現金給付が含まれ、その大半は余剰貯蓄となっており（GDPの9.7%に相当する2.25兆ドル前後）、政府支出減少の影響を軽減するに十分でしょう。しかし、余剰貯蓄は世帯によって額が異なります。FRBの推計によれば、収入の上位20%の世帯が約3分の2、残り80%が3分の1を保有しています。後者にとって、貯蓄は予想される所得減を補う助けになるでしょう。しかし、高所得者にとってはおまけであり、特に消費に回すことはないでしょう。余剰貯蓄は減少すると思われますが、景気上昇に大きく貢献するとは考えにくいでしょう。

## 成長見通し

2022年前半を通じて供給圧力が続き、インフレ高進の可能性が高いことから、所得（および貯蓄）の伸びに対する圧力が経済活動を冷え込ませると予想しています。2022年は余剰貯蓄がバッファーとなる一方、広範囲に及ぶ雇用回復が労働所得を押し上げるでしょう。当社は、米国のGDP成長率は2021年の5.5%に対し2022年は3.5%（コンセンサス予想は4%）、2023年は2.7%（同2.4%）に減速すると予想しています。向こう数四半期は予想に比べて供給制約が成長の足かせになりますが、2022年

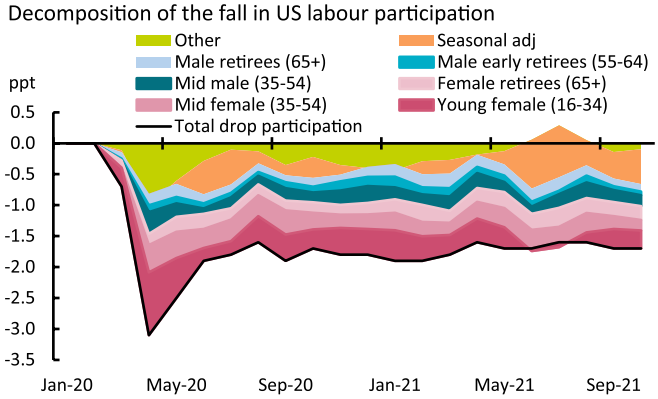
後半には制約の緩和と在庫積み上げがより力強い成長の支えとなるでしょう。

## 労働市場と長期的なインフレ見通し

労働市場では急激な雇用拡大が予想されます。当社は、2022年の月間雇用者数の増加を平均35万人と予想していますが、繰り延べ需要は上振れリスクを示唆しています。これは失業率の低下を促すものの、実現のタイミングは労働供給量次第です。軟調な労働供給量の伸び（過去12カ月間は平均でほぼ横ばい）を受け、2021年の失業率の低下幅は誇張されています（2020年12月の6.7%から2021年10月には2ppt超低下して4.6%）。2022年には労働供給量が増加し、失業率低下に歯止めがかかると予想されます。

これには労働参加率の上昇も関係しています。労働参加率は2020年8月に61.7%まで上昇しましたが、その後は改善がみられません。Exhibit 4が示すように、労働参加率の低下（0.4ppt）の一因は高齢者（55歳以上）の退職で、こうした人々が労働市場に戻ることはないでしょう。しかし、労働参加率低下の主因は16～55歳の労働者、特に女性が減っていることです。この背景には、介護や医療を巡る厳しい環境があると思われます。2022年に新型コロナウイルスの脅威が収まれば、こうしたプライムエージワーカーの職場復帰を後押しするでしょう。労働者の復帰は始まっています（すでに2021年前半比で0.2ppt増）。2022年には労働参加率の大幅な回復を予想しています。

**Exhibit 4: 労働参加率の低下は一過性**




*Source: BLS, AXA IM Research, November 2021*

労働供給量の回復は中期的インフレ見通しに大きな影響を及ぼします。労働力不足は2020年7～9月期に過去最大に達しました。供給増は大幅な労働需要を求め、賃金と単位労働コストというコアインフレ上昇を招く要因を抑えます。一方、労働供給量の低迷が続くと、インフレ継続のリスクが浮上します。

## FRB：現状維持

FRBは、毎月の資産買い入れ額について2021年末まで米国債は100億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）は50億ドル引き下げると明言しており、2022年前半も同様のペースを維持し、年半ばには買い入れを終了する旨を示唆しています。

その後は、インフレ率を2%とするフォワードガイダンスに基づき、フェデラルファンドレート（FFR）を引き上げ、数年をかけてさらに上昇させて、労働市場を「完全雇用」に近づけていく意向でしょう。

しかし、FRBは完全雇用とは実際にどういう状況なのかを明らかにしていません。労働力の恒久的なシフトについては、失業率あるいは労働参加率の完全雇用との関係が問われます。需要と供給の両面に変化が起こると、価格動向は重要になります。FRBは労働市場のキャパシティの主要指標として賃金上昇率を注視していくでしょう。

FRBはインフレ高進への対処も迫られる可能性があります。新興国では中央銀行のインフレ期待への対応が十分でないため、一時的な物価上昇にはすぐに反応します。一方、先進国の中央銀行にはこれを様子見する余裕があります。インフレ率は長期間にわたって上昇していますが、多くは一時的であるとの説明を信じようとしています。現時点で市場は、FRBが信頼を高めるために、2022年にFFRを3回引き上げるとみています。

当社は、2022年4～6月期からインフレ率は急速に低下し、労働市場の回復はFRBが予想している以上にゆっくりとしたものになると予想しています。従って、FRBは2022年末まで金融政策を据え置くでしょう。しかし、厳しい引き締めサイクルにより2023年末には金利は1.00～1.25%まで上昇し、2024年までその状態が続くと予想しています。インフレ期待がさらに高まれば、FRBがより早期の引き締め開始に踏み切る可能性もあります。

## 米国政治の転換点

米国では2022年11月に中間選挙が実施されます。2021年11月のバージニア州とニュージャージー州での知事選では、共和党の巻き返しが顕著になりました。特に、昨年にはバイデン大統領に多数が投票したバージニア州で、民主党の現職知事が敗れました。このような揺れ戻しはバイデン大統領の支持率低下にも現れており、中間選挙でバイデン大統領は議会の多数派を維持できず、影響力を失う側になるかもしれません。[1]

超党派のインフラ投資計画を実施すれば国民の見方が変わる、とバイデン大統領が期待していることは間違いないでしょう。それ以上に重要なのは、雇用の力強い回復やインフレ率が現在の異常な高水準から低下するなど、経済状況の改善が国民の見方を変えるとみられる点です。しかし、上下院ともに勢力が拮抗しているため、民主党は11月の中間選挙では両院で過半数を割り込む可能性があり、そうなれば政治的な行き詰まりが生じます。民主党が敗北しても、インフラ投資計画法案などはすでに可決されているため、経済見通しを大きく変えることはないでしょう。ただし、民主党の敗北は2024年の大統領選で政権の移行を左右する下地となる可能性があります。

[1] 例外として、カーター大統領は支持率が低いにもかかわらず中間選挙後に上下両院を維持しています。とはいえ、下院で15議席を失っており、このような状況が繰り返されれば、今回は共和党が過半数を獲得するのに十分でしょう。

# ユーロ圏：短期的な逆風はあるが、モメンタムは維持

ユーゴー・ル・ダマニ

## 主なポイント

- 好調な夏が過ぎ、ユーロ圏の短期的な見通しは、新型コロナの再拡大、インフレの上昇、供給不足、中国の景気減速によって脅かされています。
- しかし、労働市場の緩やかな改善、2022年にかけての物価上昇の緩和、政府や中央銀行による継続的な支援など、いくつかの追い風がユーロ圏の経済活動を支えるでしょう。
- ユーロ圏の政治情勢の見通しは明るいと思われますが、当社の三つの重要な政治シナリオは脅かされています。

## 短期的な落ち込み

ユーロ圏経済は、2021年4～6月期末に力強く回復した後、年末にかけてパンデミック前のGDP水準を取り戻す勢いを維持していました。しかし、ここに来ていくつかの懸念材料が再浮上し、短気見通しに影を落としています。

好調だった夏が終わると、ボトルネックが累積し、一部セクターでは価格が急騰、また、需要回復を背景に世界的に原油価格が上昇しています。加えて、中国の石炭政策と欧州の地政学的な問題を受け、天然ガスの卸売価格が高騰し、電気料金を押し上げています。こうした状況がインフレ高進を招き、家計部門の購買力に影響を及ぼし始めました。これと並行して、中国ではエネルギー不足、不動産セクターの動揺、新型コロナウイルスの再発により脆弱な国内需要がさらに減少したことで経済の落ち込みが始まりました。直近では、新型コロナウイルスの感染者数が再び急増したことを受け、東欧諸国は厳しい制限の再開に踏み切りました。このような流れは西欧諸国にも広がるとみられます。

こうした様々なマイナス要因を受け、10～12月期のGDP成長率は大幅な低下が予想されますが、悪影響は徐々に緩和されていくでしょう。新型コロナウイルスの波がユーロ圏諸国の経済に及ぼすインパクトは徐々に低下しており、政府・民間部門の対応が効率性を増しているため、この傾向は続くと予想されます。ブースター接種の開始やワクチン接種を勧めるキャンペーンが順調なことに加え、ワクチンパスの導入も打撃を和らげるでしょう。供給不足については、徐々に生産が拡大している半導体も含め、状況が改善していることから需要過剰状態は次第に正常化していくと予想しています。自動車セクターは今夏に底を打ったとみられ、2022年に通常水準に戻るのは無理としても、回復に向かう見込みです。現状の供給不足が過ぎれば、工業セクターの見通しはさらに明るいです。受注は豊富で、中国は2022年にさらに強力な支援策を打ち出して、経済の落ち込みに対処すると当社は予想しています。

国別では、上述したマイナス要因全てにさらされているドイツが最も打撃を受けると予想されます。当社は、2022年4～6月期まではより慎重な見方をしていますが、その後は回復を期待しています。また、2021年7～9月期の低調なGDP成長率にもかかわらず、労働市場や消費者調査結果が改善しているスペインも注視しています。

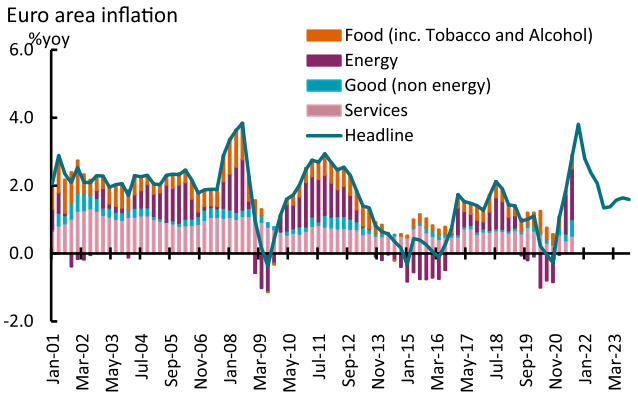
短期的な低迷を経た後、ある程度の追い風がユーロ圏経済を中期的に支えると考えられます。国内需要は完全には回復していないものの、コロナ禍で積み上がった貯蓄が消費を後押しするでしょう。ただし、余剰貯蓄は世帯によって額が異なるため、銀行に預けたままでは消費には回りにくい点に留意したいところです。

総合的にみて、現在の逆風が過ぎ去り、国内需要が高水準を維持すれば、ユーロ圏の経済見通しは明るいと予想しています（2022年の成長率は3.9%、2023年は2.1%）。当社の2022年予想はコンセンサス予想の4.3%を下回っていますが、10～12月期GDP成長率の低下とドイツの景気回復の遅れがその理由です。

## インフレは長引くが、それでも一時的

2022年にはインフレ率が低下すると予想しています。ドイツの付加価値税（VAT）引き下げの終了を受けて、2022年1月にも低下が始まり、その後はインフレを牽引しているエネルギー価格の正常化を背景に上昇に向かうでしょう。一方、コアインフレ率（価格変動が激しいエネルギー価格と食品価格を除外）は、国内需要の回復および労働市場の緩やかな改善を背景に上昇が続くと予想されます。総合的に判断して、2022年の平均インフレ率は2.0%、2023年は1.6%を見込んでいます（Exhibit5参照）。

**Exhibit5: インフレ率は10～12月期にピークを打った後、低下へ**

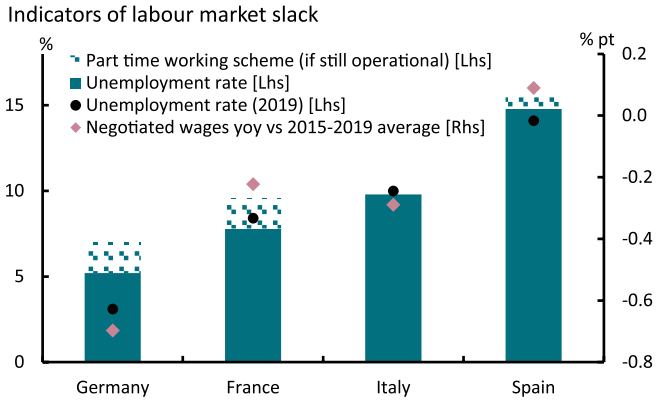



*Source: ECB and AXA IM Research, 22 November 2021*

一部の労働市場では依然としてスラック（緩み）が存在し、賃金上昇の可能性は低いため、中期的なインフレ圧力は観察されていません。7～9月期の雇用はパンデミック前の水準を0.5ppt下回りましたが、失業率の上昇（パートタイム労働者を含む）は

イタリアを除き、パンデミック前を上回っています（Exhibit 6参照）。また、賃上げはパンデミック前と変わっていません。全体的に、賃金は上昇傾向にありますが、大きな賃上げ圧力は見当たりません。

**Exhibit 6: 労働市場のスラックは依然大きい**



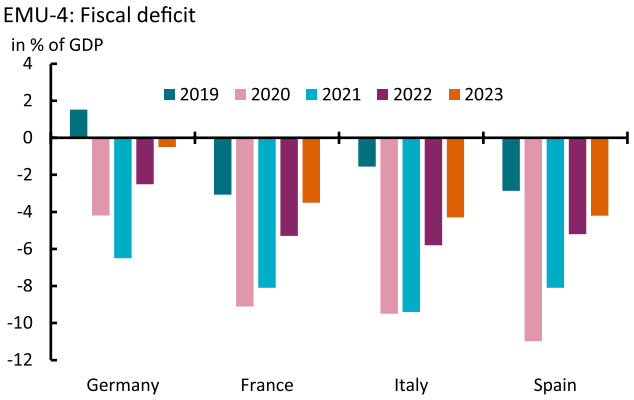

*Source: INSEE, Destatis, Istat, Instituto Nacional de Estadística, European Commission and AXA IM Research, as of Q3 2021*

## 財政政策と金融政策のワルツは続く

コロナ禍を受け、財政スタンスは劇的に変化し、ここに来て欧州各国は、景気回復を損なわないために性急な緊縮財政策を実施するのは得策ではないと認識しています（Exhibit7参照）。ちなみに、財政規律は2022年まで一時停止されていますが、2023年には再開される見通しです。従って、大半の欧州諸国はこの寛大な処置を利用して自国の経済を支援しています。今のところ、スペインは補助金に頼っていますが、イタリアと共に、復興基金「次世代EU」の恩恵も受けるでしょう。イタリアは次世代EUの目的に沿って改革を進めていますが、これまでプロジェクトに対する資金の有効活用が思わしくないため、この点は注意深くモニタリングする必要があります。

2021年12月のECB理事会は、量的緩和の再考に重要な意味を持ち、金融正常化に向けた具体的なステップを示すと予想されます。2022年3月にPEPPは終了しますが、極端な政策変更の影響を回避するため、APPが現在の200億ユーロから400億ユーロに増額されるとの当社予想に変更はありません。2023年および2024年に予想されるアンダーシュートから、インフレ目標2%に戻るためには資産買い入れの継続は必要でしょう。また、キャピタルキー（各国中銀によるECBへの出資比率）のわずかな逸脱や「必要であれば」APPの延長を容認するなど柔軟な政策によって、ECBは潜在的な脅威に対処するとも当社は予想しています。マクロ経済見通しが上向き、超緩和政策からの脱却を望む中央銀行も出てきていることから、当社はECBが2023年に利上げに踏み切るとみています。

**Exhibit 7: 政府支援は継続**




*Source: European Commission and AXA IM Research, 22 November 2021*

## 三つの重要な政治シナリオ

2021年と2022年は欧州にとって選挙の年であり、ドイツのショルツ氏、イタリアのドラギ氏、フランスのマクロン氏の3人に注目が集まると予想しています。この点はどちらかといえばポジティブに働き、欧州の政策は前進するでしょう。しかし、2022年の財政改革については、ドイツの次期財務相の選任によって様相が決まるとみられるため、当社は慎重な姿勢を維持します。

ドイツでは、連立政権樹立に向けた動きが急速に進んでおり、クリスマスまでに新政権を発足するという社会民主党（SPD）のショルツ党首の意図は実現するとみられます。SPD、緑の党、自由民主党（FDP）は政策合意書で増税を実施しないこと、最低賃金の引き上げ、より積極的な気候対策、公共投資の拡大について具体的に触れましたが、公的債務には頼らないと述べました。連立政権が発足すれば、さらに詳細が明らかになると思われますが、SPDと緑の党のアジェンダはFDPのそれと調整が難しく、ドイツの厳格な財政ルールに阻まれているため、ある程度の期待外れは免れないでしょう。

イタリアの大統領選でドラギ氏が任命されれば、大きな変革が起こるでしょう。今のところ、正式な候補者はおらず、ドラギ氏は発言を控えています。政局の危機におけるイタリア大統領の役割を過小評価するわけではないですが、ドラギ氏の真価は改革を推進し、2023年5月の議会選挙まで次世代EU基金を多数のプロジェクトに導入することでしょう。

フランスでは、2022年4月に大統領選挙と議会選挙が実施されます。マクロン大統領の再選は揺るぎないとみられますが、選挙キャンペーンが進む過程で別の結果が見えてくる可能性はあります。通常、議会選挙は大統領選挙と同程度に重要ですが、マクロン大統領の政党は欧州でのプレゼンス強化を成し遂げておらず、極めて脆弱な多数派に終わるリスクがあります。

# 中国：成長と持続可能性の微妙なバランスが必要

エイダン・ヤオ

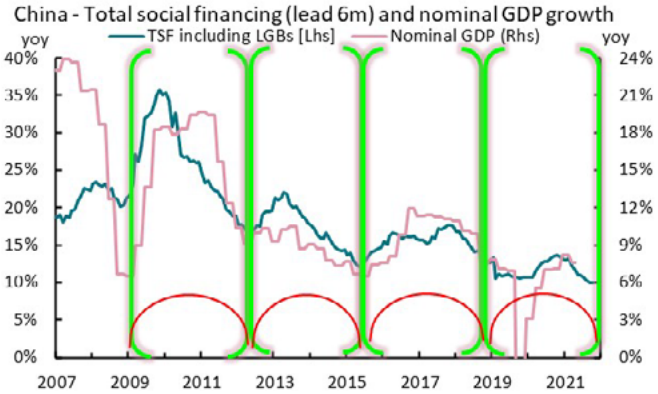
## 主なポイント

- 2021年に経済を疲弊させた複数のショックの影響は、2022〜23年にかけても続くでしょう。
- 落ち込みをさらに深刻化させたマクロ経済政策は、2022年には成長支援につながるよう再調整されると見込まれます。
- 今後予想される回復に向けての最大のリスクは、中国政府が微妙なバランスを取り損なうことです。

## パンデミック後の回復は期待外れ

2021年の中国経済は例年通りとはいきませんでした。近年代史における最も壊滅的ショックからの回復を果たし、前半の年間成長率は上昇したかに見えましたが、これは単にベース効果が反映されたにすぎませんでした。その後は一連の自然災害や人為的ショックが経済に打撃を与えました。新型コロナウイルス感染の再燃、大規模な洪水被害、住宅市場の冷え込み、コモディティ価格の急騰、深刻な電力不足などが、国内需要の落ち込みによりすでに勢いを失いつつあったパンデミック後の回復に悪影響を及ぼしました。一連の懲罰的な規制措置は経済を悪化させ、金融市場の妨げとなりました（Exhibit8参照）。それゆえ、経済はトレンド成長を取り戻すどころか、またもや失速したのです。

**Exhibit 8: 例外的な引き締め政策による成長率鈍化**




*Source: CEIC and AXA IM Research, 9 November 2021*

2022年については、中国経済は2021年と同様の要因によって打撃を受けるでしょう。しかし必ずしも同じ結果になるとはかぎりません。当社の見通しの中心には、政策引き締めによる最悪の時期は終わり、政府が安定成長を促すために政策を見直すという前提があります。この政策転換の論拠および現在の逆風を相殺すると期待される効果について述べていきます。

## 今後を占う三つの要因

当社では2022年の経済における三つの主要要因を一時的、持続的、不確実と分類しています。一時的なものとしては、落ち着きつつある悪天候による打撃と電力不足の影響が挙げられます。電力不足により、最も影響を受けた地域では供給制限や停電によって多くの産業活動が停止し、2021年7〜9月期の成長率急落の一因となりました。中国当局は迅速かつ強力な方法でうまく対応しました。火力発電用の石炭を増産し、電気料金に幅を持たせ、石炭への投機取り締まりを強硬に行うなど政府一丸となった努力が功を奏し、電力不足は一段落しました。頻出するデータが示すように、主要火力発電所は石炭価格急落を受けて石炭の在庫積み上げに転じ、供給量は増加しました。政府が冬の安定供給を保証したため、家庭用電力使用量も正常化しました。鉄鋼、セメント、アルミニウムなどの製造業を含むエネルギー集約型企業のほとんどは、まだ長引く供給制限の影響を受けるかもしれませんが、経済全体でみれば電力需要は満たされ、2021年末以降の一時的ショックの影響は限定的となるでしょう。

一時的な電力不足とは反対に、住宅市場の混乱が2022年の経済に与える圧力は長引きそうです。振り返れば「三つのレッドライン」の導入は、「住宅は住むためのものであって、投機の対象ではない」という考えに基づく、中国政府の姿勢の転換点だったのかもしれません。急速な経済活動の縮小と金融ストレスにもかかわらず、市場抑制を続けているのは、今回はこれまでのような不動産取り締まりとは次元が異なることを示しているとみられます。

政府が姿勢転換を強調する背景には、現在の無謀で借金頼みの住宅開発モデルは中国の多くの長期的戦略目標に沿わなくなってきているとの認識があるようです。富の不平等を増幅させる住宅バブルの過熱は共同富裕を阻害する大きな要因です。住宅建設は川上の産業セクターとともに、温室効果ガスの二大排出源であり、脱炭素化圧力の標的となっています。つまるところ、住宅は完成してしまえばその後のアウトプットや雇用が期待できない非生産的な資産であり、完成後に雇用や生産性を創出する工場建設とは対照的なのです。従って、住宅市場から他の生産的なセクターへリソースを再配分することは経済全体の利益となります。

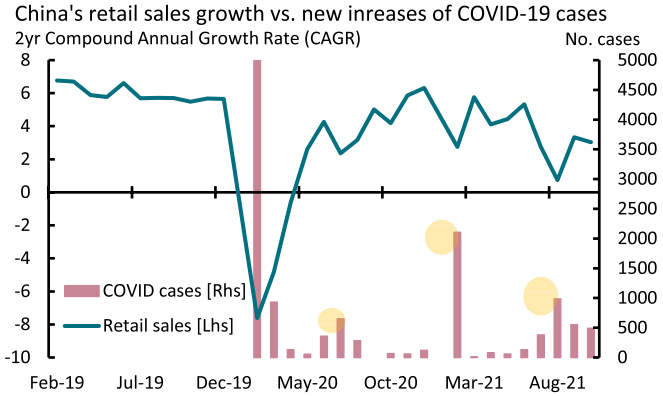
最近の規制強化は、中国全体の不動産税の迅速な導入とともに、そのような変化が進行中であることを裏付けていると考えられます。しかし経済全体の4分の1、世帯の財産の70%を占める産業セクターからリソースを再配分するには、慎重な計画と実施が求められます。経済リスクの高まりを踏まえ、中国当局は長期的目標の追求が短期的安定を決して損なわないよう、政策の微調整を開始しました。これは政策の180度転換ではな

く、将来に向けてバランスを取る「二進一退」のアプローチです。2022年には、市場の再燃ではなく安定を求めて、不動産政策の懲罰的側面が薄らいでいくとみられます。リスクは中国政府がこの微妙なバランスを取り損ない、さらに経済が苦境に陥ることです。

最後に、輸出とパンデミックについての見通しは依然として不確実性が高いです。数少ない明るい面としては、先進国市場の需要が力強く回復する一方、長引くコロナ禍のために新興国市場では供給の混乱が続き、中国の輸出に恩恵をもたらしていることが挙げられます。2022年の見通しは外需動向から見て不透明ですが、先進国市場の成長鈍化に伴いいくらか減退する可能性があります。2020年以降の海外直接投資の急増により、中国の輸出業者の競争力は大幅に回復したかもしれませんが、新興国市場の生産再開によって輸出シェアも幾分低下する可能性があります。また最近の米中貿易交渉では、中国の対米輸出を増強する関税免除につながる心強いサインが出ています。全体的に、輸出の伸びは2021年の20%超という破格の水準からより正常な数値に戻ると予想されますが、それでも一桁台後半から二桁台前半と堅調さを維持するでしょう。

新型コロナウイルスにまつわる不確実性は依然として最大の国内リスクです。今後のウイルスの変異やワクチンとの関連性に限らず、「新型コロナウイルスとの共存」を選ぶ国が増える中、中国のコロナ対策戦略がどのように変化するかにも関わってきます。小規模な感染再燃に対して繰り返されるロックダウンは経済に大きな負担となり、消費やサービス業の回復に打撃を与えます（Exhibit　9参照）。そのような制限が度重なれば、国内経済の回復が長期間損なわれるリスクが高まります。

**Exhibit 9: 「ゼロコロナ」戦略に伴う負担**




*Source: CEIC and AXA IM Research, 9 November 2021*

しかし、「ゼロコロナ」戦略が明らかに犠牲を伴うとはいえ、社会的、政治的理由から中国政府がすぐに戦略を変更するとは考えにくいでしょう。新型コロナウイルスとの共生に向かう国々の最近の動向をみると、全ての地域で感染が急拡大しています。集団免疫の獲得には必要なのかもしれませんが、2020年半ばから新型コロナウイルスを押さえ込んで生活してきた中国国民にとっては憂慮すべき事態です。パンデミックに対する国民の不安を再び煽るような思い切った政策転換は、どれも政府の大失策と見られかねません。よって当社は、新型コロナウイルスに対する飛躍的な医学的進歩でも起こらない限り、中国政府は慎重に現状を維持すると見ています。これは、順調な回復からトレンド成長に向かうという当社の消費予測に対する下振れリスクを示しています。

## 政策転換で成長軌道へ

すでに述べた経済的ショックの三つのグループのバランスを取るためには、中国政府の政策が極めて重要です。2021年は年初に表明した姿勢から一変し、景気対策、規制、デレバレッジにおいて実際にははるかに厳しい措置が取られました。当社は、中国が極端なほど国民に不自由を強いる背景には、現在進行している共同富裕の追求や、より質の高い成長といった構造的発展にとって短期的な落ち込みは避けられないという政府の認識があると考えています。これらの痛みは低ベースからの力強い景気回復によって報われるでしょう。従って、2021年は副次的な影響があると分かっていながらも、改革を推進する希な機会となりました。

しかし、マクロ経済状況は1年前と比べて様変わりしており、2022年に向けた政策の迅速な見直しが求められます。成長率が急激に落ち込み、ベース効果が薄れてきているため、中国政府には経済のハードランディングを招くリスクがある現行の政策を維持する余裕はありません。従って、2022年には以下に挙げるマクロ経済政策の大幅な見直しがあると当社は予想しています。具体的には、1）規制方針の緩和推進、2）金融政策のさらなる緩和（目標とする流動性供給と信用伸び率の安定など）、3）財政刺激策の大幅な前倒し、などです。

一時的なショックが和らぐにつれ、これらの政策変更が経済を下支えする一助となります。成長モメンタムは2021年10～12月期の底から徐々に改善し、2022年のGDP成長率は5%、2023年には微増の5.3%と当社は予想していますが、下振れリスクは大きいでしょう。すでに述べたことに加え、消費の明らかな軟化の兆しによる労働市場状況に注目する必要があります。長引くコスト圧力が企業収益を損ない、投資の抑制や金融政策の緩和を制限する恐れがあるため、当社は今後もコモディティ価格を注視していきます。

# 英国：パンデミックを越え、EU離脱後の経済へ

モデュップ・アデグベムボ

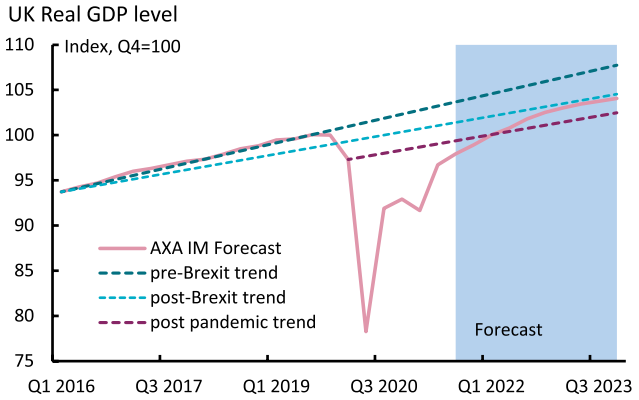
## 主なポイント

- サプライチェーンの圧力とエネルギー価格が、英国の現在のインフレ率急上昇をもたらしており、インフレ率は2022年4～6月期に5%に達した後、年後半には低下すると予想しています。
- 4～6月期の力強い回復の後、GDP成長率は正常な水準に戻り始めた。当社はGDP成長率を2021年が6.9%、2022年が5.2%、2023年は2.3%と予測しています。
- 労働市場の逼迫とインフレ率上昇の兆しがあることから、イングランド銀行は2021年12月に0.25%、2022年末までに0.75%、2023年末までに1%の利上げを行うと予想しています。

## 供給制約続く中での回復

英国では2021年もパンデミックからの回復が続きましたが、これがどこまで進むかは不透明です。これはEU離脱とパンデミックが潜在的ならびに現実的な見通しに与える複合的な影響を考慮すると喫緊の課題であり、さらに政治的な不透明要因もあります。

**Exhibit 10: 広範な供給ショックが英国経済に打撃**




*Source: Office for National Statistics and AXA IM Research, 21 November 2021*

当初はパンデミックからの回復は予想以上に力強いものでした。ワクチン接種の広まりが功を奏して2021年後半には経済活動が全面的に再開し、感染者数に比べて入院件数は減少しました。しかし感染者数は高水準で推移しており、冬季はさらに増える恐れがあります。また、世界中に及ぶパンデミックの影響により、海外の感染増加や供給不足によるサプライチェーンの混乱が引き続き経済に影響を及ぼしています。英国では、労働力不足や港湾業務の遅延などの国内問題によって、サプライチェーンの混乱による影響は深刻化しています。この二つは他国にも共通の課題ですが、英国ではEU離脱により影響はさらに大きいとみられます。

当社は2021年のGDP成長率を6.9%とみており、各四半期の堅調な成長を背景に回復は2022年に入っても続き、成長率は5.2%と予想しています。しかし家計は2022年春の増税に加え、電気・ガス料金の値上げ、インフレ率の上昇、福祉手当の削減などの困難に直面しています。パンデミック中に積み上がった貯蓄が支出に回ると思われますが、世帯によって貯蓄額には差があります。新型コロナウイルスの目立った再拡大がなければ、2023年も経済は正常な水準を保ち、GDP成長率は2.3%と当社は予測しています。

サプライチェーンの混乱と深刻なエネルギーショックによる天然ガスの価格高騰がインフレに拍車をかけました。ガス価格は若干下がっていますが、当社はこの程度の調整は一時的な要素とみています。しかしインフレ率は4%から、2022年4～6月期には5%付近まで上昇するでしょう。総合的に、インフレ率は2021年に2.4%、2022年に3.8%、2023年に2%、2023年後半のCPI上昇率は1.8%に達すると当社は予想しています。

パンデミックを通じて一時帰休制度が労働市場を上手く支えました。まだ百万人以上が対象者となっているこの制度は終了しましたが、最初のエビデンスでは円滑な移行が示されています。当社は、2021年10～12月期の失業率はわずかな上昇にとどまると予想しています。

労働市場の逼迫およびインフレ率上昇の兆しを踏まえ、イングランド銀行はさらなる引き締め政策を急務としています。一時帰休後の労働市場の様相がはっきりすれば、金融政策委員会（MPC）は12月に政策金利を0.15%引き上げると当社はみています。イングランド銀行は2022年5月にはさらに0.25%の利上げを実施し、7～9月期の90億ポンドから始めて、バランスシートを緩やかに縮小していくとみられます。さらに2022年11月には0.75%、2023年11月には1%の利上げを行い、2024年には積極的にバランスシートの縮小に着手すると予想しています。深刻さを増す供給の制約が、金融政策に比較的速く反映されると当社は考えています。

今後も見通しを左右するのは政局です。総選挙の時期を早めることが議論されており、当社は2024年春の実施を予想していますが、政府が強気に出て2023年10月初めに選挙が行われる可能性があります。そのために、財政に余裕があれば2022年秋季予算案が2023年4月からの税負担の緩和措置を盛り込むとみられます。英国とEUは北アイルランド議定書の見直しを巡って協議を重ねており、英国のEU離脱は引き続き成長の下振れリスクです。北アイルランドは影響の大きい国境問題を抱え、2022年5月の地方選挙を控えており、貿易障壁の引き下げで合意する可能性が高いと予想されます。しかし、協議が失敗に終わるリスクも大きいのです。北アイルランド議定書第16条が発動されれば、EUは関税引き上げや自由貿易協定の広範囲に及ぶ停止といった報復措置に出る可能性があるでしょう。

# 日本：ようやく回復軌道へ

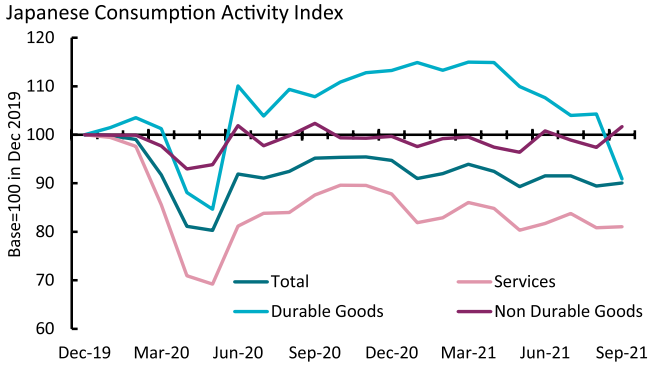
ユーゴー・ル・ダマニ

## 主なポイント

- 日本ではワクチン接種の後れが経済再開に響き、2021年の経済成長は低調でした。
- しかし見通しは改善しており、今後数カ月は特に国内需要で追い風が期待できます。
- インフレ率の上昇がみられますが、日銀が目標とする2%には遠く及ばないため、緩和的な金融政策が維持されると予想しています。

比較的規制が緩やかだったにもかかわらず、ワクチン接種の遅れにより経済活動再開に時間がかかり、2021年の日本のGDP成長率は低調でした。サービス業および、特に人的交流を伴う活動が打撃を被りましたが（Exhibit11参照）、自動車業界が深刻な部品供給不足に襲われたため工業セクターも振るいませんでした。

**Exhibit 11: 新型コロナウイルス第一波からサービス業は回復せず**




*Source: Bank of Japan and AXA IM Research, as of 30 September 2021*

## 回復は間近

2022年の見通しは明るいです。現在国民の約80%がワクチン接種を終え、政府は9月末に緊急事態宣言の解除を発表しました。残っている制限も早期に解除されるでしょう。つまり、今後数カ月は追い風が逆風を上回り、自ずと力強く10～12月期からの成長を後押しすることになります。2022年もこの傾向が続くとみられる理由はいくつかあります。

まず、国内需要の回復は行き渡っておらず、余剰貯蓄はGDPの約3.7%に達しています。しかし、差しあたり消費の必要がない高所得層に偏っているため、当社は貯蓄がどのように使われるのか慎重にみています。次に、政府は18歳以下への現金給付（10万円相当）、「マイナンバー」カード保有者を対象としたポイント付与、新型コロナウイルスの影響を受けた中小企業への補助金、「Go To トラベル」キャンペーンの再開など、「手厚い」支援策を打ち出しています。経済政策の規模は56兆円（GDPの10%に相当）に上りますが、詳細の大半は明らかになっていません。また、政策は新型コロナウイルス予防措置および国内の半導体生産やデジタル産業の強化といった再生措置にも言及しています。開示されている情報が限定的なため、これらの政策がGDPに及ぼす影響を評価することは難しく、GDPが5.6%程度押し上げられるという政府の試算は（かなり）楽観的と言えるでしょう。当社は政府支出の大半が貯蓄に回ると考えており、新型コロナウイルス対策費の30%程度がまだ使われていないとみています。

2021年の低迷の要因となった自動車業界の部品供給不足が最悪の時期を脱したため、工業生産および輸出額は改善するでしょう。すぐに全面的な回復とはいかなくとも、どんな改善でも自ずと経済活動の活性化につながります。短期的には中国の成長鈍化も下振れリスクですが、これは一時的なもので、他地域における持続的な需要で部分的な埋め合わせができる、というのが当社の見解です。

中期的な見通しを左右するのは投資と改革です。今回も政府は、中小企業の生産性の低さと事務作業の煩雑さ軽減に取り組んでおり、官民の投資を推進するデジタル化を最優先事項としています。また、日本政府は気候変動にも取り組むことを表明し、議論は原発再稼働から地球規模のエネルギーや水素、再生可能エネルギーとその貯蔵などの産業政策にまで及んでいます。2023年までは結果が出ないかもしれませんが、インセンチブの高まりが今後数年は投資を後押しするでしょう。総じて、驚くほどの成長率は望めないものの、顕著な回復が見られることを期待しています。当社では、2022年の平均GDP成長率は3.5%、2023年は1.6%と、市場コンセンサス（それぞれ3%、1.3%）を上回ると予想しています。

エネルギーおよび輸送コストの上昇と円安が物価を押し上げていますが、実質的なインフレの影響は、携帯電話料金の大幅な引き下げなどの単発的な要因によって複雑化しています。2022年4月にはこの影響が出てくると思われますが、「Go To トラベル」キャンペーンの再開がさらに見通しを立てにくくしています。インフレ率が2%を超えることはないだろうという当社の確信は揺らいでいません。それゆえ日銀は少なくとも2024年までは金融緩和策を維持する一方、徐々に国債やリスク資産の購入を減らしていくと当社は考えています。このペースを速めることは難しいでしょう。日銀の黒田総裁は2023年春に任期満了を迎えますが、後任がタカ派的である場合にはリスクです。

最後に、2021年10月に行われた衆議院選挙の結果、岸田政権が発足しましたが、政権の安定には2022年夏の参議院選挙が重要です。そのためにも11月の大規模な財政支援策の持つ意味は小さくありません。

# カナダ：国内動向が中央銀行を動かす

デイビッド・ペイジ

## 主なポイント

- サプライチェーンの圧力にもかかわらず、経済再開によりカナダの成長率は回復しました。当社は、2021年のGDP成長率を4.8%、2022年は3.6%、2023年は2.5%と予想しています。
- サプライチェーンの混乱によってインフレ率は高騰しましたが、これは終息に向かうでしょう。労働市場は長期的な懸念材料です。2021年の平均インフレ率は3.4%、2022年は3.1%、2023年は2.3%と予想します。
- カナダ銀行（中銀）は、いち早く刺激策の終了を決定した央銀行の一つです。2022年4月には緩やかな引き締めサイクルを開始するとみられます。

## サプライチェーンの逆風を克服して回復へ

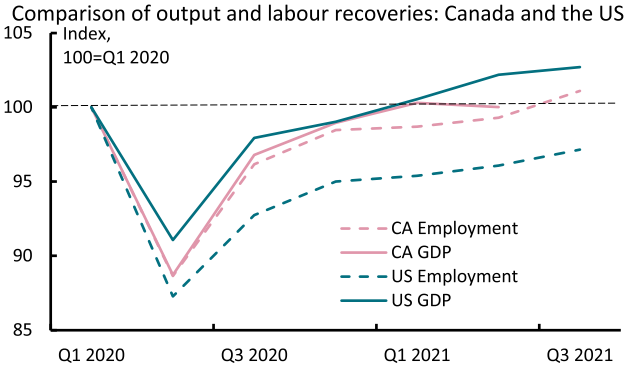
2021年4～6月期に新型コロナウイルスが引き起こしたカナダの成長率の乱れは、重大な変異株が出現しないかぎり、最後の大きな打撃となるでしょう。カナダのワクチン接種率は現在75%に達していますが、他の主要国と同様にサプライチェーンの混乱に見舞われており、2021年夏以降は経済成長が鈍化しています。当社は、2021年の経済成長率を4.8%と予想しています。

しかしサプライチェーンの混乱は少なくとも2022年半ばまで長引きそうです。さらに、国内および主要輸出先である米国でインフレ率が上昇し、今後は需要の落ち込みが懸念されます。従って、2022年前半は成長に逆風が吹きますが、後半には沈静化すると予想しています。通年で見れば、四半期ごとの成長率はおおむね安定したものとなるでしょう。当社の予測では、2022年のGDP成長率は市場コンセンサスを下回る3.5%、2023年は2.5%です。

## 労働市場の動向

カナダの労働市場の今後の動向は、長期的な経済成長とインフレ見通しにとって重要です。パンデミック後に雇用の伸びは迅速に回復しました。Exhibit 12が示すように、カナダの雇用は米国よりもはるかに速くパンデミック前の水準に戻っています。しかし、この点にも問題はあり、生産性向上の低迷や将来的に雇用が伸びる余地が限られていることを示唆しています。カナダはこれまで、特にこの10年間、労働力強化のために移民の熟練労働者に大きく依存してきました。しかし新型コロナウイルスの影響による移民受け入れの制約は2022年、もしくは2023年まで続く恐れがあります。このため相対的な労働力不足に陥り、賃金上昇圧力が増す可能性があります。

**Exhibit 12: 米国より速く労働市場は回復**




*Source: Statistics Canada, Bureau of Labor Statistics and AXA IM Research, November 2021*

このような動向はインフレ見通しの重要な要素となるでしょう。短期的には、世界的なサプライチェーンの混乱、エネルギー価格の上昇圧力、住宅価格の高騰をはじめとする国内要因による圧力がカナダのインフレ率に影響を与えています。しかし他の国々と同じく、9月にCPIインフレ率を4.4%まで押し上げた圧力は物価水準の調整に因るところが大きく、2022年は様相が異なるでしょう。インフレ率は2021年末までに5%近くまで上昇するにしても、2022年には低下するとみられます。当社では、2021年の平均インフレ率は3.4%、2022年は3.1%、2023年は2.3%と予想しています。しかし、2023年までインフレが長引くかどうかは、労働市場の動向と金融政策の効果による部分が大きいでしょう。

## カナダ銀行の迅速な対応を求める国内圧力

カナダ銀行は、1～3%の目標範囲内の中間値である2%にインフレ率を抑える役割を担っています。現在のインフレ率はこの水準を大幅に超えており、さらに高まることが予想されます。他の先進国の中央銀行と同じく、カナダ銀行も一時的な価格ショックには対応しないでしょう。このような価格ショックは、金融政策の効果が出る前に落ち着くと考えられるからです。しかし、労働市場を巡る懸念は、供給ショックを長引かせる恐れがあります。

従って、カナダ銀行は先進国の中央銀行の先駆けとなって金融緩和政策を見直し、2021年の資産購入プログラムを10月からは償還を迎えた国債の再投資へと縮小しました。また、当社はカナダ銀行が金融政策引き締めにいち早く動くとも考えています。予想よりも早く量的緩和策の終了に動いたことから、当社はカナダ銀行が2022年4月に翌日物金利を0.25%引き上げ、さらに11月には0.75%に引き上げると予想しています。しかし、当社の成長見通しはカナダ銀行に比べて慎重であり、2022年中にインフレ上昇圧力が弱まるという予測に基づくと、2023年には利上げは1.00%への1回にとどまるとみています。

# 新興国：反発から回復へ

イリーナ・トパ＝セリー、シャーリー・シェン、ルイス・ロペス＝ビバス

## 主なポイント

- 感染症に対する緊急政策対応により、新興国の2020年の景気後退は限定的なものにとどまり、2021年の経済反発を支えることができました。2022年は、政策対応はさほど大きな役割を占めず、景気回復は国内要因に依存する度合いが高くなるでしょう。
- 内需志向のアジア新興国は2022年にかけて後れを取り戻すと思われます。中南米の成長は冷え込む見通しです。中欧は、2021年が過熱気味であったのに対し、2022年は潜在成長率近辺までソフトランディングすると思われます。
- インフレ率が上昇してきており、中央銀行の目標を突破している国も多いです。中南米と中欧では前倒しで利上げが行われています。アジアでも2022年には金利が引き上げられる可能性が高いです。ただし、急激な利上げにはならないでしょう。

## 2021年の反発から2022年は回復へ

新型コロナウイルス感染症流行期間中の新興国の経済動向は、2020年の後退期が当初予想より軽くすみ、2021年の反発は予想よりも力強いものであるなど、当初予想を上回るものでした。感染症対策は、まずは先進国の対応が素早かったものの、新興国政府の対応も迅速であり、効果的でした。国際通貨基金や世界銀行などの国際機関も多くの新興国や発展途上国に対して財政支援措置や債務救済措置を取りました。特別引出権もかつてない規模の6500億ドル相当の追加が承認、配分されました。脆弱性の高い国においては、外貨準備を再構築し信頼や回復を強化するなど大きなサポートとなっています。全体として新興国のGDP成長率は、2020年には「ほんの」2.1%のマイナス成長でしたが、2021年には6.2%成長へと反発、2022年も回復を続けて4.4%の成長を達成する見込みです。四半期成長率も2023年にかけて正常化、平均で4.3%となるでしょう。

好調な輸出など2021年の経済反発を支えた外的要因は、特に先進国市場における需要が輸入物品から国内サービスへと回帰する場合など、2022年に入ると弱まると思われます。財政政策も世界的に2021年の例外的水準から元の水準に戻っていくでしょう。世界的に超緩和状態にある金融政策も、FRBがテーパリングを始めており、来年には金利引き上げも予想されるなど、正常化に向かう見込みです。

中国の景気減速も世界のサプライチェーンに影響を与えますが、アジア新興国は世界のサプライチェーンへの関与が高まってきていることからその影響を大きく受けると思われます。アジア新興国の輸出全般にとって新たな脅威でしょう。一方、アジア新興国の内需は、ワクチン接種率の上昇、ワクチン以外の治療法の可能性などにより経済は再開の方向にあり、引き続き回復基調となるでしょう。

地域別に見ると、アジアにおいて本年はデルタ株流行により混乱をきたしましたが、2022年にかけてはその後れを取り戻し、内需志向の経済にプラスとなるでしょう。中南米の成長は危機以前の水準に冷え込む見通しです。中欧は2021年が過熱気味であったのに対し2022年は潜在成長率近辺までソフトランディングすると思われます。個別の国では、トルコは自らマクロ経済の不安定さを引き起こして再度の自国通貨安を招いていますが、その呪縛から逃れることができていません。ロシアは引き続きコモディティ価格の動向次第ですが、当社シナリオに対しては、引き続き追加制裁が課されるリスクがあります。

## 政策正常化、資本の流れ、および通貨

インフレ懸念が世界的に高まっていますが、食品やエネルギーなどが消費に占める割合が高い新興国ではインフレが特に顕著です。インフレ率は中央銀行の定める目標率あるいはゾーンを超えてきており、インフレ期待を抑える信頼性の高い政策が大変重要になってきています。今回のインフレ局面において、アフリカ、中南米、新興欧州諸国などを中心に、新興国28カ国の中央銀行が、25ベーシスから575ベーシスの政策金利引き上げを行っています。ただしこれまでのところインフレ期待上昇に見合った利上げにはなっておらず、実質金利は上昇していません。もう一段、金融引き締め政策実施の余地があるということでしょう。アジアはこうした動きにすぐ追随することはなく、経済回復の進捗に合わせて徐々に利上げに動くでしょう。

新興国の通貨は比較的弱い水準で推移しています。2020年11月以降、累計で750億米ドルが新興国に還流していますが、感染症流行後に流出したとされる1250億ドルにはいまだ達していません。世界の経済成長が緩やかなものとなり、FRBの引き締めが近づくなど、通貨安の方向性は変わっていません。

## リスク評価

感染症封じ込めに失敗すれば消費主導の経済回復に間違いなくマイナスでしょう。特にアジアでは「コロナゼロ」政策の影響でマクロ経済が非常に不安定化しており、その影響は大きいです。先進国、特に米国において金利引き上げ予想が高まれば、新興国からもう一段の資金流出が起きかねません。構造的に新興国の財務力は累積債務の重荷によって削がれています。もう一段の感染拡大があった場合、政府は経済を下支えする余力がほとんどなく、また、構造改革は中長期的に巨額な費用を要することからこれを推進することもできないでしょう。選挙が迫っている国においては財政がさらに悪化する可能性もあり、特異なリスクとなっています。

## アジア新興国：輸出主導から消費主導へ

2021年は驚きの連続でした。経済成長こそどん底から反発してきたものの、デルタ株感染拡大もあって困難が続いています。消費が激減し、供給のボトルネックが悪化するなど、感染拡大は経済成長への重しとなっています。このところのコモディティ価格上昇も逆風です。2021年に見られたこうした傾向の一部は、2022年にも引き続き見られるでしょう。輸出依存度の高い韓国、シンガポール、台湾などは、このところの趨勢的な成長率を上回る成長の年となりそうです。ただし世界の需要動向がサービスへ向かうと思われることから若干減速するでしょう。対照的にインドやインドネシア、フィリピンなど、内需志向でかつワクチン接種率の低い国においては、新型コロナウイルス感染症による混乱が長引き、困難な局面が続くことも考えられます。

全体として、中国を除くアジア諸国の経済成長率は、今年の年率6.6%から5.0%へと若干低下、2023年はさらに正常化が進んで4.8%になると予想します。

## 成長率は減速するもののけん引役の種類は増える

2021年のアジアの回復は、テクノロジー関連製品、特に半導体への強い需要を背景とした輸出の伸びがけん引役でした。しかしこの要因は2022年に弱まると思われます。世界の他地域が新型コロナウイルス感染症から立ち直り、アジア外からの供給が復活、また、アジアから輸入する家財や電子製品に対する需要が減少するためです。

2022年の回復は、新型コロナウイルス感染症による混乱の収束、国内活動の正常化などによる消費増により下支えされるでしょう。アジア内では、主としてコロナ感染症をどの程度抑え込むことができたかにより異なるでしょう。韓国やシンガポールなどワクチン接種率の高い国は、インドやインドネシア、フィリピンなど集団免疫獲得から程遠い国と比較して迅速に成長のけん引役が交代することになるでしょう。

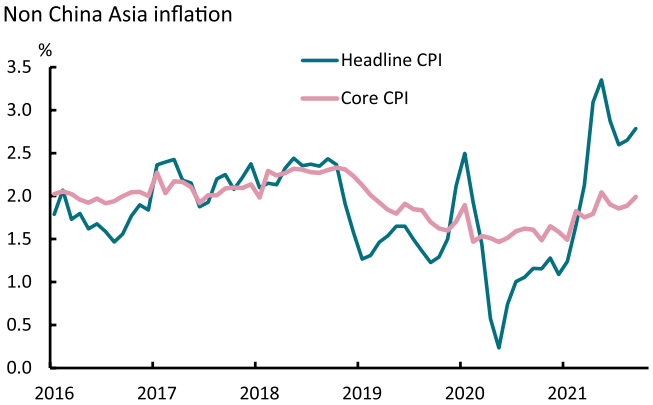
新型コロナウイルス感染症の影響が弱まるにつれて、世界の需要は物品からサービスへと変化を始めると思われます。感染症流行前、旅行業はアジアにとって主要なサービス収入源でした。このところの政府の努力が実り、一部の国では入国管理が緩和されてきています。シンガポールはワクチン・トラベル・レーン（Vaccinated Travel Lane）プログラムにより米国、カナダ、欧州、韓国に対して国境を開きました。タイ、インド、インドネシアも少なくとも一部、旅行に対して国境を開いています。最近、マレーシアは旅行制限緩和方針を発表しました。中国人旅行者に門戸が開かれていないなど旅行業務は完全復旧から程遠いものの、こうした状況改善は窮地に追い込まれている旅行業界にとって長らく待ち望んだ朗報に違いありません。

## 一時的なインフレに限定的金融措置

アジア全体にわたって値上げ圧力が高まってきています。エネルギーや原材料価格はもちろんですが、食品も価格が上がりつつあります。このためアジア全域において金融引き締め政策が問題なのではないかとの懸念が表明され議論が起きています。当社では短期的にインフレが高進するリスクが非常に高いと考えていますが、アジアの中央銀行は大半が積極的な対策を取らないようです（Exhibit13参照）。

アジアにおける経済回復は外需、特に中国からの需要が減速していることからゆっくりしたものになると思われます。新型コロナウイルス感染症はいまもって成長の足かせとなっており、エネルギー価格も急騰しています。さらに、消費者物価はおおむね各国中央銀行の許容範囲内で推移しており、ベース効果が薄れた後には正常化するものと思われます。そして、エネルギー逼迫と供給ボトルネックに起因する価格高騰は一時的なものにすぎないと考えられ、積極的金融引き締め策は必要とされないでしょう。韓国銀行やシンガポール金融管理庁など一部の中央銀行は国内経済の回復を受け早々に金融引き締め策に動いていますが、大半は経済回復を促すべく、金融引き締め策を行わない見通しです。

**Exhibit 13: 短期的にはインフレ高進リスク**




*Source: CEIC and AXA IM Research, 15 November 2021*

同様に、持続可能な経済回復促進を主目的に、アジア各国は財政再建も慎重に進めるでしょう。2022年は大半の国において拡大した財政の削減は徐々にしか進まず、経済成長に多大な刺激になると予想しています。

政治面では、2022年は韓国で大統領選挙、インドで州議会選挙、フィリピンでは大統領選挙と総選挙が予定されているほか、マレーシアやタイなどでも選挙が実施される可能性があり、選挙が新聞紙面を飾るでしょう。選挙がこれほど各地で実施されれば一般的にイベントリスクが高まるものですが、新型コロナウイルス感染症封じ込め、ワクチン接種率引き上げ、経済成長維持の優先度が高いなど、政策の継続性は維持されるでしょう。このため、当社としては近い将来における政治リスクは比較的低水準であると考えます。

## 欧州新興国：高レベルから減速

中欧、ロシア、トルコなど、国家構造は大きく異なるものの、欧州新興国地域は2022年から23年にかけて、2021年の比較的高いレベルからではありますが、経済成長が大きく減速するでしょう。世界の貿易環境が楽観視できる状況ではなく、感染症対策としての景気刺激策の段階的廃止や、トルコ以外の国では金融引き締め政策が続くなどの引き締め政策ミックスもおおむね感染症流行前の水準を上回るとはいえ、成長を鈍化させるでしょう。さらに、中欧における労働市場逼迫やロシアの原油など生産能力の制約もマイナス要因です。欧州新興国のGDP成長率は中南米よりも高いもののアジア新興国の成長率を下回る水準に落ち着きそうです。

当社の予測は新型コロナウイルス感染症拡大時以降に課されていた移動制限などの段階的解除を想定していいます。もっとも現時点では新規感染者数が増加しており、ロシアやルーマニアなどでは現在までで最大の波に襲われていることから規制が再度強化されています。他方、中欧諸国は今までのところ規制にはあまり乗り気でないように思われます。トルコでも7月以降新規感染者数が増加していますが、旅行シーズンでもあり、新規規制などの対応策は取っていません。ウイルス拡散封じ込めに失敗し、結果として移動制限が強化されるといった事態が明らかに当社経済シナリオ最大の下方リスクです。

中東欧諸国はEU基金のサポート、特に復興レジリエンスファシリティの段階的資金吸収による追加分を、主として補助金の形式で受けることができるでしょう。2022年にかけてこれが成長の主要因になると思われます。チェコ共和国はすでにファシリティの初回支払を受けています。他方、ポーランドとハンガリーは法の規定を巡ってEUと論争をしており、近年ではこれをますます軽視するようになってきていますが、支払いが遅れています。欧州委員会はファシリティからの支払を承諾するに先立ち、譲歩を求める手段を手に入れたことになります。ハンガリーでは2022年4月に、ポーランドでは2023年11月に議会選挙が予定されていますが、いずれの国においても国民はおおむねEU寄りです。時系列で考えると、EUの次期予算では2023年の中東欧諸国向け通常構造基金は減額される見込みです。国家予算の赤字額も2020～21年水準から減少するでしょう。ただし、今般のガソリン価格急騰を受けてハンガリーでは家庭向けエネルギーに補助金を支払うなどの公的介入を行っていますが、選挙の関係で緩和的財務政策が取られる可能性もあります。

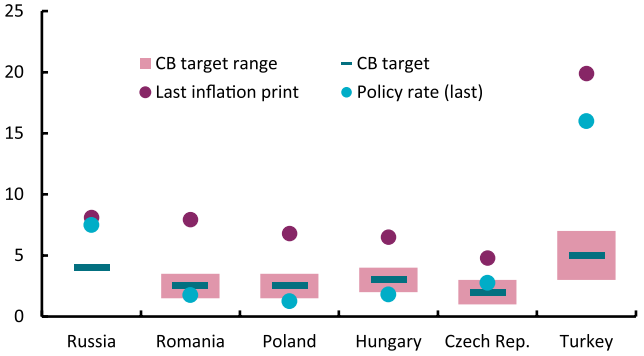
表面上、トルコの出発点はさほど悪いものではないように見えます。2021年のGDP成長率は9.5%と素晴らしい水準であり、経済のドル化水準の安定、外部環境の好転で資金調達ニーズも低下しています。経常収支の赤字も減少していますが、好調な観光収入とIMFの追加SDR配分による外貨準備高増加が主要因です。しかし、公的ファイナンスこそ好調が続くと思われますが、その他の要因は短命に終わる可能性が高いです。2023年6月の選挙を控えて財政刺激策を継続していますが、これにより、ただでさえ弱体なトルコのファンダメンタルズが急速に悪化する可能性があります。インフレ予想も大きく悪化、政策対応はこれまでのところ不十分ですが、比較的早期に行き詰るのではないでしょうか。成長率は2022年に3.6%、2023年は3.2%と減速する見通しです。ロシアは引き続きガス・石油に対する外需が好調です。新型コロナウイルス感染症はかつてない最悪の波を迎えていますが、2022年には移動制限が緩和されて内需が復活するものと予想されます。構造的に慎重な予算編成であり、経済的多角化推進には至っていません。市場・マクロ経済リスクでは地政学分野が最大のものであり、長引く東部ウクライナ危機や米国による追加制裁の可能性などが含まれます。

## 高いインフレ率と整合性を欠く金融政策

当該地域はインフレ率が急上昇しつつあり、中央銀行のインフレ目標をはるかに上回っています。2022年後半にはベース効果で緊張が緩和されるものの、ロシアでは高インフレ予想が高まっています。中東欧諸国ではエネルギー価格上昇、労働市場逼迫、感染症流行前もそうでしたが高い賃金上昇率等があって、政策ジレンマが強くなってきています。

**Exhibit 14: インフレ率と政策金利**

EM inflation rates and CB targets (%)




*Source: Datastream and AXA IM Research, 30 October 2021*

トルコを除くとこの地域は金融政策引き締めサイクルに入っています。ロシアではかなり進行した段階にありますが、中欧では2022年年央までさらに進むでしょう。ポーランド、チェコ、ロシアでは中央銀行総裁の任期が迫っており利上げサイクルについて若干の不確実性となっていますが、政策の方向性に真に大きな変化はないものと考えています。トルコに関しては、金融緩和をかなり早い段階で始めており、インフレが長引くリスクを冒しています。インフレが惹起する通貨安やファンダメンタルズに及ぼす悪影響を考えれば金融緩和には限度があるでしょう。当社では、政策金利は2023年末までに12%に達すると予測しています（Exhibit14参照）。

## 中南米：活力を失う

中南米も2021年は予想を上回る経済成長で、ここ10年で初めて世界の平均成長率を上回りました（世界平均5.7%に対して中南米は6.2%）。これは一つにはベース効果が大きいためであり、2020年のマイナス成長は7.0%と世界平均のマイナス3.3%

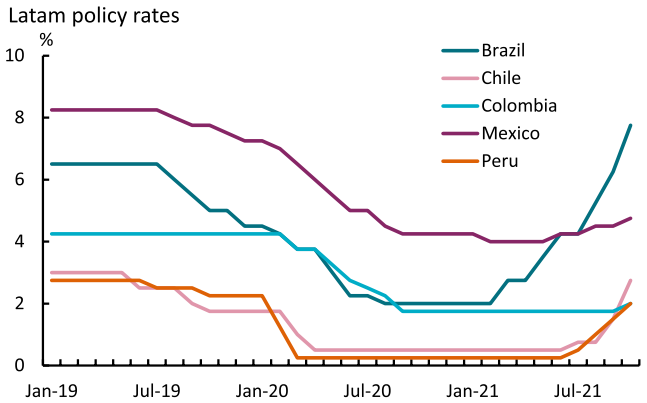
を超えています。今年の成長は積極的な財政・金融政策、世界貿易増加およびコモディティ価格の高騰によるところが大きいです。しかし、この傾向が2022年も続くという兆しは見えていません。一部産業が再開するなど引き続き中南米にプラスではありますが、中国の減速や物品消費からサービス消費への移行などに見られる厳しい外部環境、苦しい財務状況、財政支援が限定的にとどまることなどが成長の足かせとなるでしょう。さらに政治の不確実性も民間投資の壁となるでしょう。複雑な政治日程もこの状況を悪化させています。この意味で中南米は活力を失い、2022～23年は低成長にとどまりそうです。個別の国では、チリだけが新型コロナウイルス感染症流行前の水準までGDPを回復させています。ブラジルとコロンビアは2022年1～3月期に、メキシコとペルーは7～9月期に、それぞれこの水準に達するでしょう。とはいえ、中南米は2022年末まで、流行前のGDP増加傾向を下回る成長にとどまるでしょう。

こうした複雑な背景にあって、2022年は経済再開が続き失業率が低下することなどが予想され、個人消費が成長の重要な柱になる見込みです。感染症流行により需給が混乱したことから消費が激減しています。中南米における民間貯蓄は先進国のそれに匹敵する金額が増加していますが、家計債務の増加はさほどではなく、少なくとも若干の累積需要によるかさ上げができる可能性を示唆しています。迅速なワクチン投与が長引く移動制限の撤廃や個人消費の完全復旧のカギとなるでしょう。現時点における中南米のワクチン接種率は、チリが83%となっているほかは50%前後にとどまっています。これは反ワクチン感情によるものではなく、おおむねワクチン供給がボトルネックとなっていて、来年には需給緩和が期待されています。

## インフレ期待を抑える積極的利上げ

インフレは新興国全般において加速していますが、中南米が先頭を切っています。この地域における消費者物価指数の上昇は中央銀行の目標を超えており、国によっては予想インフレ率も同様です。エネルギー価格の高騰や供給ボトルネック、食品価格上昇等の一時的要因が大きいものの、コアインフレ率も急上昇しています。これに対して多くの国において中央銀行は政策金利の引き上げを開始、今後の会合においてさらなる引き上げが検討されるとのフォワードガイダンスを行う国も多いです（Exhibit15参照）。例えばブラジルは500ベーシス以上の引き上げを実施しており、この上げ幅は世界最大です。負の需給ギャップが残っているものの、利上げサイクルは中央銀行の信用を維持しインフレ期待を抑えるために必要であり、特に物価スライド制が一般的な国、資本流出の恐れが高い国、通貨安に見舞われている国などにおいて重要です。消費者物価指数の上昇は2022年前半にピークを打ち、ノンコア品目へのショックが和らぐにつれて徐々に減速するでしょう。とはいえ、インフレは2023年まで中央銀行の目標範囲に落ち着くことはないと思われます。

**Exhibit 15: 政策金利引き上げ**




*Source: Datastream and AXA IM Research, 17 November 2021*

財政政策も2022年の成長の足かせとなるでしょう。多くの国が刺激策を縮小し、場合によっては新型コロナウイルス感染症対策を賄うべく新税を導入することもあるでしょう。財政支援の終了で個人消費が影響を受けると、特に重要な選挙を控える国など、緩やかな財務政策を続けようという誘惑にかられかねません。ブラジルとコロンビアは大統領選挙が、チリでは国民投票が予定されています。経済の減速（および税収減）と政策支援増への社会的圧力が合わさることとなり、2022年は財政悪化リスクの高い年です。実際、ブラジルではすでにその兆候が見られます。政府は新たな支援プログラムを導入すべく財政支出上限を回避する方策を検討しているところです。

当社の予想に対するリスクとしては、下方リスクの方が大きいと考えています。伝染性が強くてロックダウンが必要となるような新型コロナウイルス変異株が登場したり、ワクチン供給のボトルネックが悪化したりすれば、2022年の中南米成長のカギとなる個人消費の見通しは大きな打撃を受けるでしょう。同様にインフレ率が高い水準で長引けば実質賃金増加率が下がり、財政状況がさらに厳しくなる恐れがあるなど個人消費にマイナスとなるでしょう。社会不安もインフレ環境下では特に重要な国内リスクです。中南米ではこのところチリとコロンビアで社会的混乱が見られました。予定されている選挙ではさらなる混乱が起きることも考えられるでしょう。国外リスクに関しては、米国の金融政策正常化が予想よりも速い場合、中南米への悪影響が大きいでしょう。最後に、中国の不動産市場危機が悪化すれば中国のコモディティ需要が冷え込み、新興国市場資産はリスク回避が高まるでしょう。

# 為替：注目はテーパリングから利上げへ

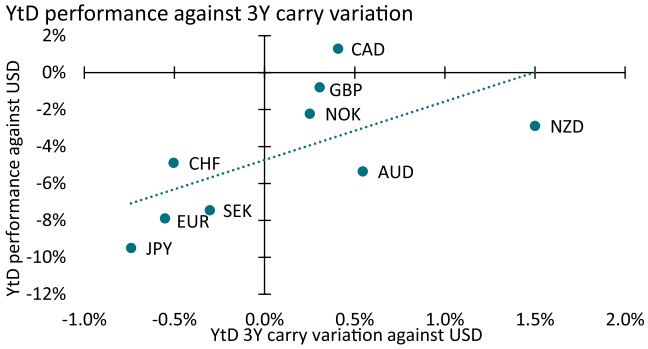
ロマン・カバッソン

## 主なポイント

- 為替の動きは短期金利の差が主要因であり、今後もその傾向が続きます。
- 市場のFRB利上げ織り込みがさらに徹底し、新たなドル高につながる可能性があります。対ドルでのユーロ安は2022年央にも転換点を迎えるかもしれません。
- 円とスイスフランはユーロよりも通貨安圧力に対する抵抗力が強い可能性があります。
- 資源国通貨や英ポンドに対する中央銀行の期待感が高まります。

## 再び注目される金融政策

**Exhibit 16: 金融政策への期待が主要因に**



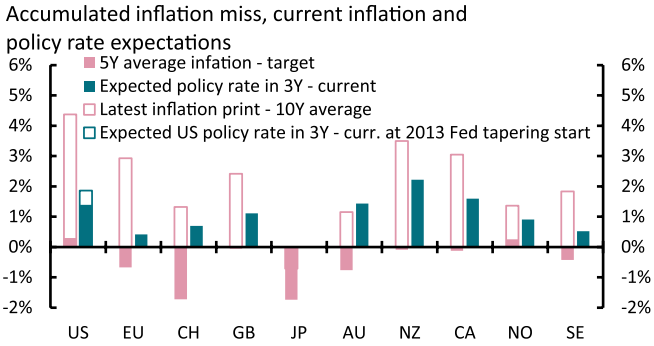

*Source: Bloomberg and AXA IM Research, November 2021*

新型コロナウイルス危機により先進国の市場金利は全てゼロ金利近辺へと低下し、通貨価値が為替変動の主要因となりました。その後、供給が不十分な状態で空前の財政刺激を行った結果、景気が回復し、またインフレが息を吹き返しています。景気回復が力強さを増すと、将来の金融引き締めの目安として成長率の差に関心が移りました。G10諸国の短期の実効通貨キャリーは低水準にありますが、短期金利差が拡大して為替変動の主要因となっており、今後もその傾向が続くでしょう（Exhibit 16参照）。ちなみに、当社は定量モデル「経済行動から推測される均衡為替レート」（BEER）の発するシグナルを参照しています。これは通貨間で2年物金利差とその他の循環指数の不均衡に着目するものですが、2011年以来、シャープレシオが0.27となっています。来年になって金利上昇が実際に始まると、キャリー自体が為替変動の主要因となるでしょう。1998年以来、キャリーが上昇中の通貨を選好する市場戦略はシャープレシオが0.44、キャリーが高めの通貨を選好する戦略は同0.55を、それぞれ記録しています。

## さらなる米ドル高は依然妥当

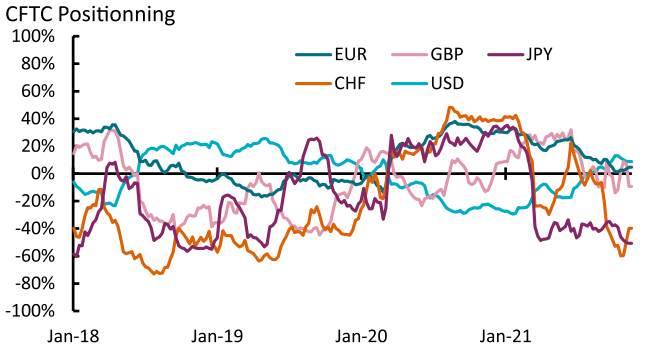
FRBは当社の予測よりも早く利上げに動くという市場のコンセンサスではありますが、全般的サイクルは2024～25年にかけていまだに割安であり、他国中央銀行が比較的積極的になると期待されています。これはFRBがハト派的な平均インフレ目標方針を持っていることの現れでしょう。しかし、米国では経済が予備の生産能力までほぼ使い切っており、新たな刺激策も準備中であるなど、そのインフレ圧力は他国よりもしつこいもののように思えます（Exhibit17参照）。前回、テーパリングが開始された2013～14年に比べると、市場のFRB利上げ織り込みは現在さらに進んでおり、ドルのロングポジション保有がまだ限界に達していないことを考えると、もう一段のドル高を引き起こす可能性もあります（Exhibit18参照）。

**Exhibit 17: FRB はタカ派色を薄め、インフレ圧力が高まると予想**




*Source: Bloomberg and AXA IM Research, November 2021*

**Exhibit 18: ユーロショート、ドルロングのポジションに拡大の余地**



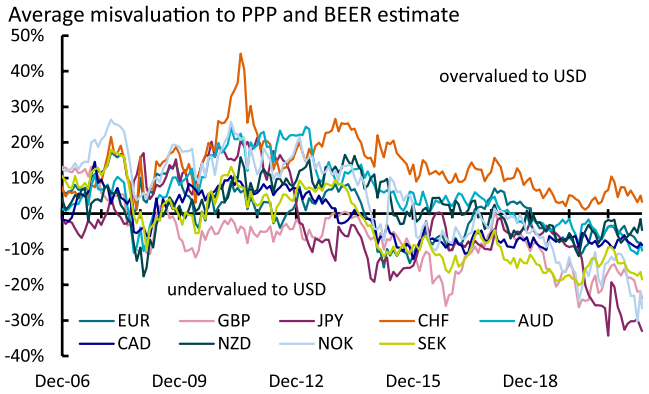

*Source: Bloomberg and AXA IM Research, November 2021*

## 波にさらわれず、潮目を読む

ただし、今回のドル反発はすでに過大評価気味に見え、短期的な米ドル高は限定的なものに終わるかもしれません（Exhibit 19参照）。予想ではユーロ安ですが、これは欧州中央銀行が直面するインフレ圧力が米国ほどでないこと、および今までの累積インフレ不足が米国以上に深刻であることによります。さらに、ユーロは割安の度合いが他通貨ほどではなく、ユーロのシ

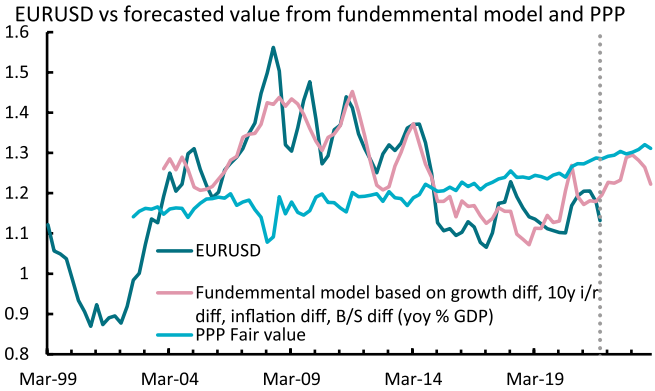
ョートポジションも現時点ではさほど大きくありません。このため、ユーロの対ドルレートは今後も下落を続けることが考えられます。期間を長めに取ると、当社の評価モデルによれば、今後数年にわたって1.20ドル／ユーロを超える水準が予想されています。当社の計算では、米国の高い成長率に迅速なバランスシート正常化や高い長期金利の影響を加えても、購買力平価ベースの公正価値に対する米ドルインフレーションの影響を相殺しきれません（Exhibit20参照）。どの時点がユーロ高への転換点であるのかを知ることは難しいです。フランスの選挙が終わり、米国中間選挙が近づいて政治的雑音が大きくなり、インフレ圧力後退を受けてFRBの正常化政策が緩和される2022年年央かもしれません。

**Exhibit 19: 新型コロナウイルス感染症からの経済反発により、他通貨はドルに対して割安に**




*Source: Bloomberg and AXA IM Research, November 2021*

**Exhibit 20: ユーロ / ドルの公正価値において、良好な米国ファンダメンタルズはユーロ圏の低インフレを相殺しない**




*Source: Bloomberg and AXA IM Research, November 2021*

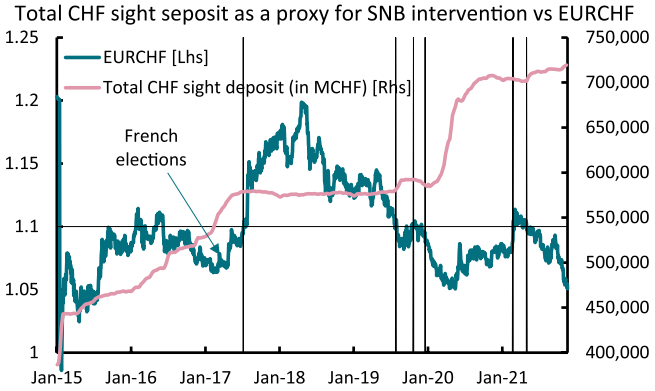
## インフレ：持てる者と持たざる者

累積インフレ不足がさらに大きいにもかかわらず、日本円とスイスフランはユーロよりも通貨安への抵抗力が高いように思われます。

円は主要通貨では最も過小評価されており、円安余地は限定的です。日本のインフレは平均を下回っていることから長期購買力平価が高くなっており、ハト派色の強い日銀の期待を打ち消してしまっています。

スイスではインフレが加速してきており（Exhibit17参照）、フランスの選挙を控えて何らかの不測の事態が起きるとさらに加速することが考えられます。しかし、スイス国立銀行はスイスフラン高への介入にあまり抵抗はないようです（Exhibit21参照）。

**Exhibit 21: ユーロの為替レートが節目を突破している反面、スイスフランは持ちこたえている**




*Source: Bloomberg and AXA IM Research, November 2021*

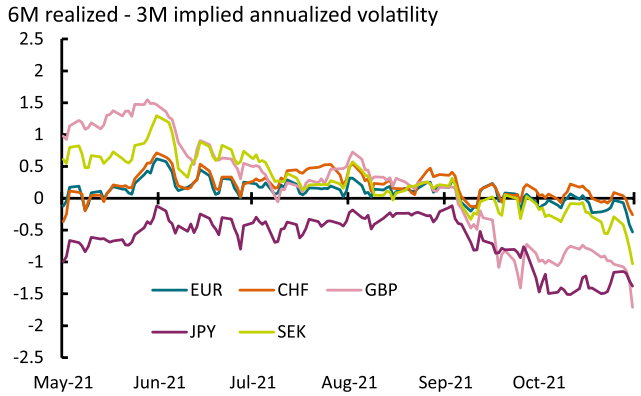
## その他のタカ派中央銀行も羽ばたくか：英国ポンドの不確実性

中央銀行への期待感は資源国通貨や英ポンドに対しても上がっており、良好な実績を示唆しています。ニュージーランドドルは実際のところ、積極的ではあるが正当化しうる中央銀行の政策において水準訂正が遅れています。成長の急反発で2020年の成長低下は帳消しになっており、失業率は歴史的低水準にあり、インフレ率は高く、住宅価格は前年同期比で29%上昇していて、ワクチン接種率はまもなく90%に到達する見込みです。

他方、最近、英イングランド銀行金融政策委員会が11月の政策引き締めに関する伝達の齟齬を受けて水準訂正を行いましたが、イングランド銀行への期待はまだ過剰のように思われます。英国の成長見通しは、労働力不足や財政・金融引き締めもあって不透明です。EU離脱に伴う北アイルランドの取り扱いに関して再度緊張が高まっており、市場心理は確信に満ちているとは言い難いでしょう（Exhibit22参照）。

オーストラリア準備銀行は国内インフレ圧力の弱化を受けてイールドカーブ・コントロールを停止しましたが、市場はこれにも過剰反応しています。

**Exhibit 22: 英国ポンドに対する懸念が強まる**




*Source: Bloomberg and AXA IM Research, November 2021*

# クロスアセット：「進路維持」政策がリスク資産のカギ

グレゴリー・ヴェニゼロス

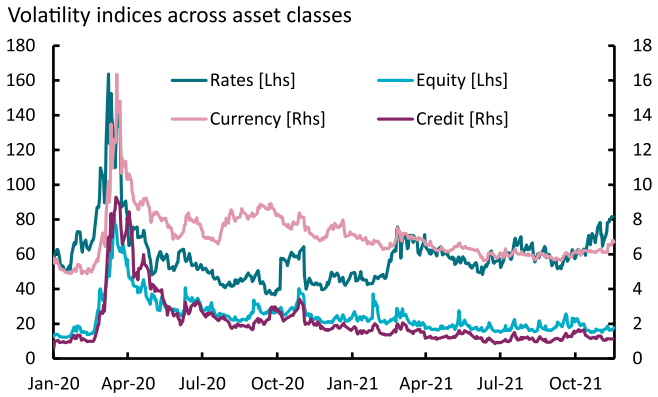
## 主なポイント

- 2021年は、不透明な一時的インフレとこれに対する中央銀行の対応が投資家の関心を支配していました。
- リスク資産（株式、債券）は金利の乱高下の影響を受けていません。この状態維持には着実かつ予測可能な政策要素の除去がカギとなります。
- 投資家は、ポートフォリオの債券部分に国債を保有すると、分散投資メリットが浸食される可能性に直面します。

## アセットクラスを問わず二極化の年に

2021年は、不透明な一時的（でないかもしれませんが）インフレとこれに対する中央銀行の対応が投資家の関心を支配した年でした。これは株式や債券市場のボラティリティと金利や為替のボラティリティの二極化を見れば明らかです。

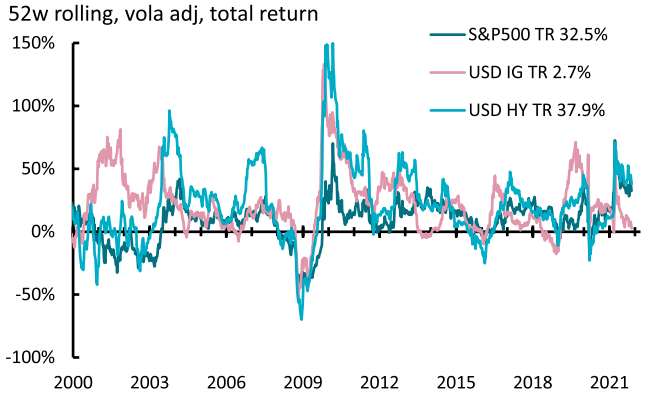
**Exhibit 23: アセットクラスによるボラティリティの二極化—株式・債券は金利の乱高下の影響を受けず**




*Source: ICE, Bloomberg, and AXA IM Research, November 2021*

リスク資産は国債利回りの乱高下や金融政策期待の上昇下落の影響を受けていません（Exhibit 23参照）。対照的に金利ボラティリティは新型コロナウイルス感染症流行の始まり以降で最も高くなっており、為替のボラティリティも上昇してきています。債券において、ボラティリティの欠如は特に目を見張るものがありました。ボラティリティに応じた調整を行うと、米ドル建て高利回り債はこの12カ月でSP500指数を超えるリターンを達成しています。反面、米ドル建て投資適格債は長いデュレーションに曝されることからリターンは芳しくありません（Exhibit 24参照）。2022年上期を通じて一時的インフレに関する議論は決着を見ず、アセットクラスによる二極化状況は変わらないことも考えられます。

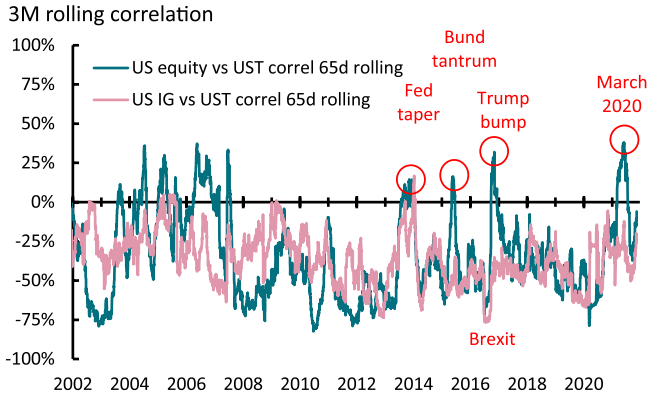
**Exhibit 24: 米ドル建てハイイールド社債リターンは S&P500 指数のリターンを上回っているが、米ドル建て投資適格債は下回っている**




*Source: ICE, Bloomberg, and AXA IM Research, November 2021*

同時に投資家はポートフォリオに国債を保有することによる分散投資のメリットが侵食される恐れがあります。昨年3月末に米国債利回りが年間最高に達して以降、株式と国債は歩調を合わせて反騰、相関係数がプラスの世界へと入りました（Exhibit25参照）。政策金利期待に激震が起きて以降、現在も同様な動きが進行しています。国債によるヘッジというメリットが縮小している時期においては、投資家は下方リスク回避の目的で株式や債券の低ボラティリティを活用できる可能性もあるのではないでしょうか。

**Exhibit 25: 米国株式・債券と米国債の相関関係はプラス領域に**



# 金利：上昇圧力

アレッサンドロ・テントリ

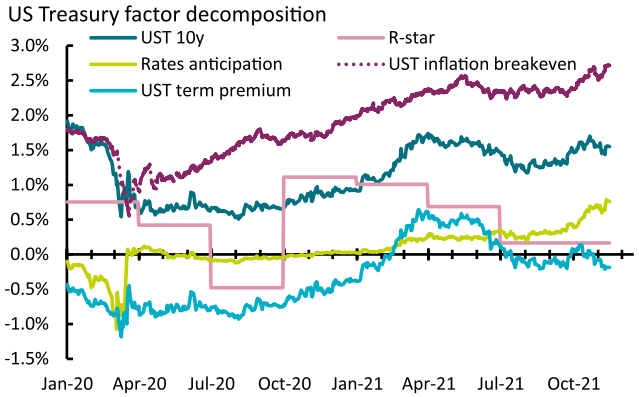
## 主なポイント

- 金利やインフレ期待が10年物米国債利回りに及ぼす影響は、2021年はやや控えめなものでしたが、これはFRBが、市場ボラティリティやタームプレミアム（長めの期間の債券に要求される上乗せ金利）を掌握していたためです。
- しかし、インフレ動態がより構造的なものであるならば、金融政策正常化プロセスを加速させることも考えられ、国債市場のみならずリスクのより高い資産や通貨にも影響するでしょう。
- 全体として、当社の分析によれば2022年中にいくつかの要因が米国債利回りを押し上げる可能性が考えられます。

## 最後の砦：タームプレミアム

2021年には、金利期待とインフレ期待がいずれも米国債の利回りにプラスに作用していたものの、タームプレミアムはわずかに上昇したのみでした。Exhibit26は10年物のブレークイーブン・インフレ率とFRBの予想金利がいずれも75ベーシス上昇したことを示しています。直接は観測できないため事後的に算出した実質均衡利率（R-star）も、生産性上昇を目指した公共投資を反映して若干上昇したようです。この結果、物価連動国債指数の年初来リターンが6.2%であったのに対し、米国債のリターンは-2.9%となりました。

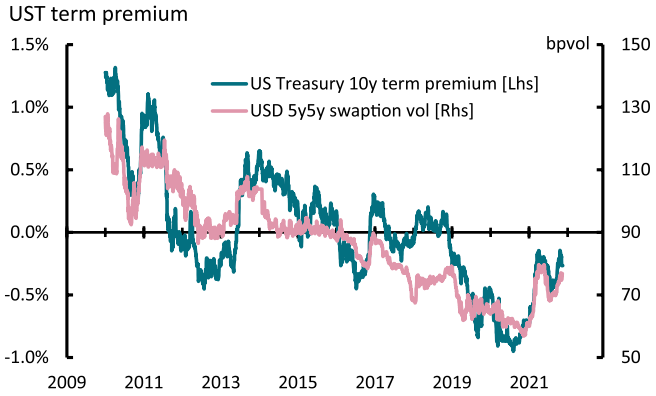
### Exhibit 26: 米国債利回りに影響する主要因




*Source: Bloomberg and AXA IM Research, 15 November 2021*

タームプレミアムは非伝統的金融政策に対してセンシティビティが高いため特に注目する価値があります。市場参加者は皆、長らくFRBが世界最大のボラティリティの売り手なのではないかとの見方をしていました。当社では、これは量的緩和を長めに継続することによるものであり、FRBはタームプレミアムが歴史的平均水準まで再上昇することを防ぐことにより、一種のイールドカーブ・コントロールを暗黙裡に行っていると言っているのに等しい、と考えています。米ドルスワップションのインプライドボラティリティと米国債タームプレミアムの関係を見ると（Exhibit27参照）、債券リスクプレミアムの理論的基礎が経験的に実証されていることが分かります。FRBが市場ボラティリティ、つまりカーブ全般におけるタームプレミアムの急速な正常化を回避するためにFRBが円滑なテーパリングを実施すると期待するのは妥当なことです。

### Exhibit 27: ボラティリティと利回りの関係

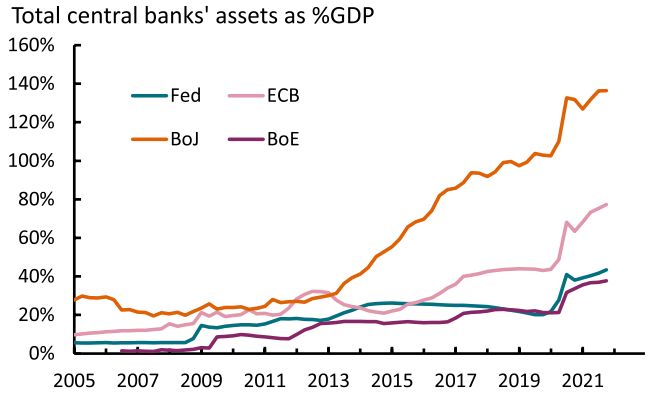



*Source: Bloomberg and AXA IM Research, 15 November 2021*

## 世界の量的緩和：崖に一歩近づく

テーパリングプロセスは決してFRBに特異なものではありません。体系的な中央銀行は、日本銀行を除けば、全て量的緩和が削減された世界への移行を独自の形式で実行することを検討中です。マクロプルーデンス志向の金融政策と財務政策が過去に例を見ないほど同期しており、その結果は中央銀行のバランスシート規模に表れています（Exhibit28参照）。世界金融危機対策として実施された政策ミックスとは対照的に、新型コロナウイルス感染症対策として実施された戦略は、実体経済に関与するに際して一部銀行業界を素通りし、企業や家計を直接支援するものでした。このため、インフレへの影響も直接的なものとなりました。

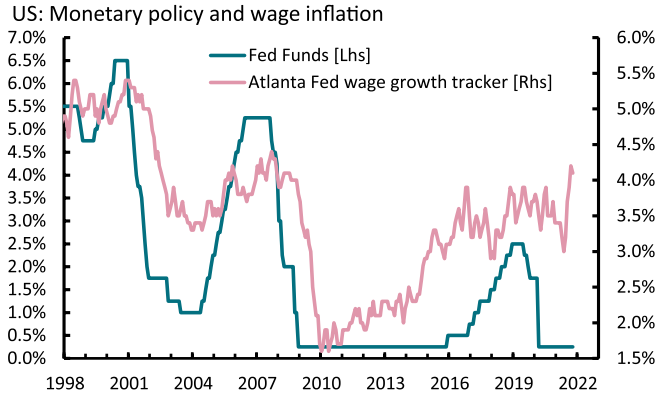
### Exhibit 28: かつてなかったほどの政策協調




*Source: Bloomberg and AXA IM Research, 15 November 2021*

様々なインフレ要因に関する長々とした議論は省略しますが、全体的な価格圧力に賃金が果たしている役割があまり大きくない点は強調しておきたいと思います。もちろん、調査によれば一部地域では賃金圧力が急速に高まってきており、価格に転嫁されることもあるでしょう。中央銀行は、政策正常化基準が満たされ次第利上げを行い、賃金と政策金利のギャップを狭める必要があるかもしれません（Exhibit29参照）。一部政策戦略では、対応をインフレカーブより遅らせることが明示的に求められていますが、インフレカーブに遅れる期間が長いほど、緩和的政策姿勢を迅速に元に戻さなければならなくなるというリスクがあります。

### Exhibit 29: 賃金圧力は上昇中

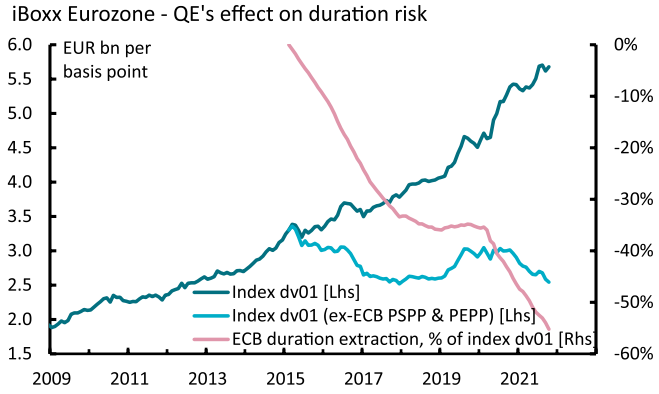



*Source: Bloomberg and AXA IM Research, 15 November 2021*

## 変化しつつある欧州国債の市場構造

経済規模に対する中央銀行のバランスシート規模を見れば、非伝統的金融政策が債券市場の価格シグナリング機能を歪めていると考えても不合理とは言えないでしょう。量的緩和が債券市場に及ぼす影響は、ユーロ圏でも目にすることができ、欧州中央銀行の公的部門購入プログラムとパンデミック緊急購入プログラムを合わせると、国債市場のデュレーションリスクの55%程度を吸い上げてしまったことになります（Exhibit30参照）。

### Exhibit 30: デュレーション吸い上げは行き過ぎたか




*Source: ECB, IHS Markit and AXA IM Research, 15 November 2021*

残念なことに、欧州中央銀行のバランスシートが巨大化したことにより、流動性に関する新種のリスクがユーロ国債市場に誕生しかねません。現在でも年末にかけ、欧州中央銀行は担保となる国債不足からレポ市場に介入することが稀ではないですが、今後、こうした担保の希少事態が頻発し、レポ市場介入が必要となる事態がさらに増える可能性は否定できないでしょう。こうした事象は、一部、発行市場と投資家のリスク管理ニーズの相互作用にも関連します。

## まとめ

以上の金利に関する短い概観と見通しの最後に、国債利回りの方向性に関する当社の見方の基礎となる主な要因を表にまとめてみました（Exhibit31参照）。現在の市場・マクロ経済状況に鑑みるに、国債利回りは中期的に下落ではなく上昇する可能性が高いでしょう。

### Exhibit 31: 国債利回りに関する当社の定性分析

| 要因 | 方向 | 10年物利回りへの影響 |
|---|---|---|
| 実質均衡利率 | 上 | 高 |
| 金利期待 | 上/安定 | 高/中立 |
| インフレ期待 | 安定 | 中立 |
| タームプレミアム | 上 | 高 |
| 純供給 | 上 | 高 |
| 規制下の需要 | 不振 | 低 |
| ポジショニング | ショート | 中立 |

*Source: Bloomberg and AXA IM Research, 15 November 2021*

最後に気づいたことを3点ほど述べて終わりにします。

1. 利回りの絶対水準は、規制下にある債券需要に問題です。つまり、金融規制順守に端を発する流れです。その一例が、資産・債務評価と保険会社の国債需要間の複雑な関係です。このため、この種の需要はせいぜいのところ多少ぐらつくのみであり、債券価格に影響する永続的な力ではないでしょう。

2. 利回り上昇速度は全般的なリスク選好・回避にも重要です。2013年のFRBによるテーパリングや2015年のドイツ国債の最大想定損失額ショック事件などは、市場の動きが速すぎてディーラーがリスクを保管・処理する能力に影響してしまった好例でしょう。この規模の事象であっても長期にわたって徐々に発生するのであれば、他のアセットクラスに影響することはあまりないでしょう。

3. 当然のことですが、中央銀行間の時間差は市場間のスプレッドや通貨の評価、ヘッジコストに影響します。2年物米国債と2年物ドイツ国債間のスプレッド拡大とユーロ／ドル為替レートの下落が密接に関連していることは実際に目にしています。中央銀行が政策金利を現状の下限から引き上げ始める正確な順番とタイミングが2022年の国際債券市場間の相対価値を理解し、活かすためのカギとなるでしょう。

# クレジット：スプレッドの「冬眠状態」は2022年まで続く可能性

グレゴリー・ヴェニゼロス

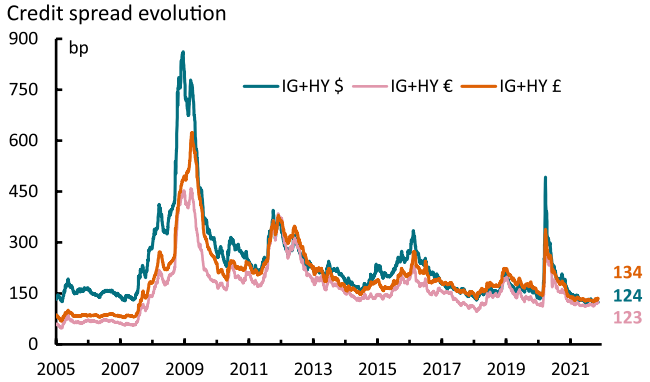
## 主なポイント

- スプレッドがレンジ内で動く状況は2022年まで続くことが考えられ、いまだにベータが高めのキャリー取引が有利でしょう。
- 対照的に、2022年はデュレーションリスクに関しても問題となり得ます。
- クレジットスプレッドは、下方への動きも含め、ブレークイーブンインフレ率の動きによる危険にはさらされません
- 低金利により債務コストは増加していません。これは追い風ですが、同時に危機をももたらし得ます。
- 格下げ連鎖やデフォルトサイクルは想定よりも穏やかなもので、これもクレジットスプレッドには追い風です。

## 狂乱から無風へ

クレジット市場は過去12カ月間、外因性ショックの影響を受けていません。中央銀行の金利政策に関する不透明感や1～3月期の株式市場の動揺もスプレッドを冬眠から目覚めさせることはありませんでした（Exhibit32参照）。前回、これほど長期にわたってスプレッドに動きがなかったのは世界金融危機以前のことで、2020年のパンデミックショック時とは対照的な様相を呈しています。

**Exhibit 32: クレジットスプレッドは世界金融危機以来となる最長の平穏期を迎えている**



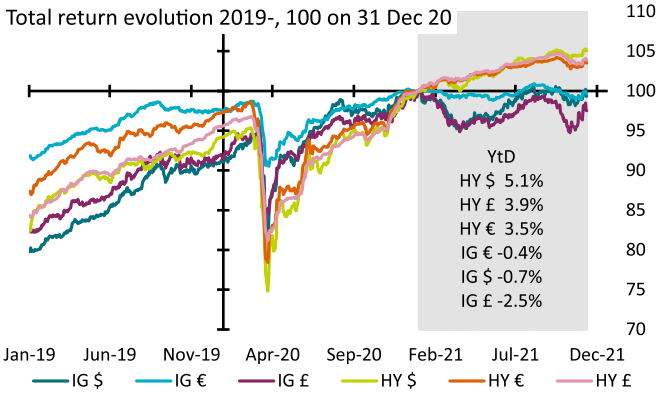

*Source: ICE and AXA IM Research, November 2021*

現在、オミクロン株の影響で市場調整が進み、金融緩和政策が解除され始めているものの、レンジ内で動く状況は来年まで続くことが考えられます。これには二つの理由があり、第一は、スプレッドが量的緩和に伴う実際の動きではなく、その発表に反応する傾向があることです。FRBと欧州中央銀行のテーパリングの順番はすでに市場一般の知るところです。第二は、経済活動の成長、つまり利益の成長がクレジットのファンダメンタルズを支えるであろうことです。

## 長年にわたるデュレーションの危険な状況

スプレッドのボラティリティがゼロ近辺にとどまっており、ハイイールド社債にとって恵みとなっていますが、実際、ハイイールド社債のスプレッドキャリーはほぼ直線状態となっています（Exhibit 33参照）。対照的に、投資適格社債のリターンはデュレーションへのエクスポージャーで打撃を受けており、現在までのところリターンはマイナスとなっています。2022年も同様にデュレーションリスクが問題となりそうですが、これはインフレに対する市場の不透明感によるものであり、また中央銀行が対応に手間取るためです。

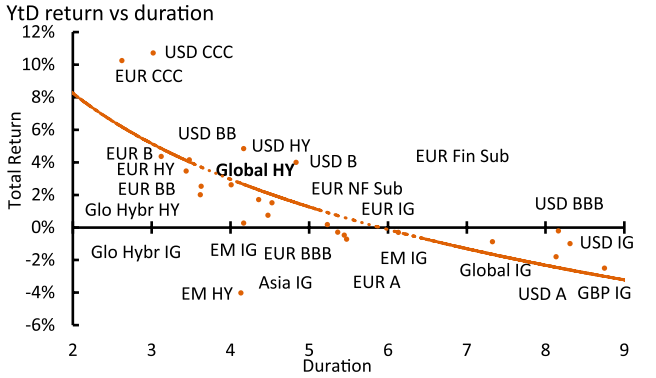
**Exhibit 33: 2021年は投資適格社債には逆風。2022年も同様となる可能性**




*Source: ICE and AXA IM Research, November 2021*

デュレーションが不利であることを反映して、様々なクレジット指数のリターンはデュレーションと反比例しています（Exhibit 34参照）。唯一の例外が新興国市場の投資適格社債で、これは新興国市場適格社債のおよそ10%を占める中国不動産セクター反発の影響を受けたためです。デュレーションの短いクレジット、つまり、スプレッドの大きい指数はデュレーションが短い傾向があるので、ベータの高いキャリートレードの成績が良いというパターンは、リスク資産のボラティリティが抑えられているのであれば、今後も続く余地があると考えています。

**Exhibit 34: 2021年のリターンは一貫して指数のデュレーションと反比例していた**

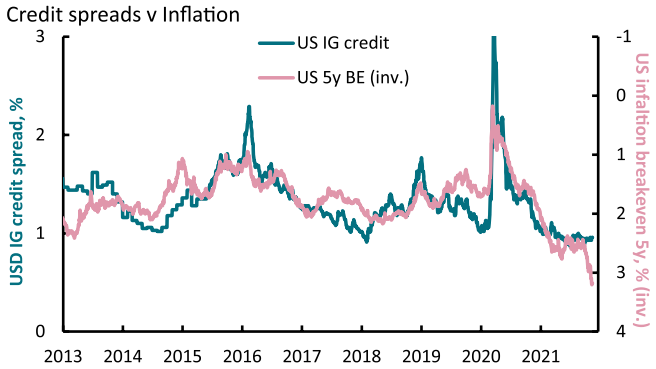



*Source: ICE and AXA IM Research, November 2021*

## スプレッドとインフレの良好な関係

2022年にかけてのスプレッドに対する前向きな見方は、少なくとも2022年の一時期においてインフレプライシングが高まるとの期待を織り込んだものです。高インフレは企業収益を下支えすることが多く、スプレッドとインフレの良好な関係と整合性があります。クレジットスプレッドとブレークイーブン・インフレ率は過去数年間にわたってお互い逆方向に動いています（Exhibit 35参照）。さらにブレークイーブン・インフレ率が2%に向けて軟化を始めると、スプレッドは過去のレンジの最も狭い水準近辺に落ち着いています。

**Exhibit 35: クレジットスプレッドはブレークイーブン・インフレ率と逆方向に動く**

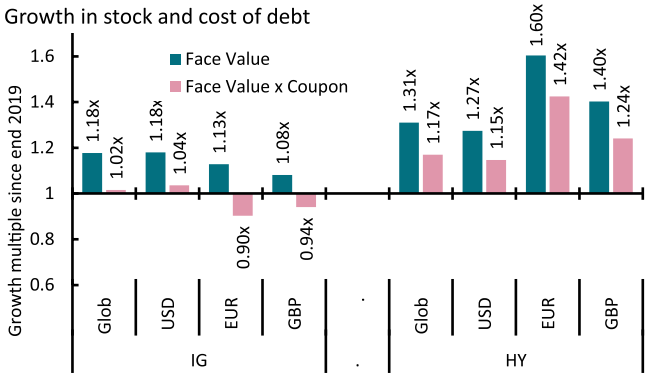



*Source: Bloomberg and AXA IM Research, November 2021*

## 企業債務の増加: コストはストックの後を追う

新型コロナウイルス感染症ショックを受け、企業債務が大幅に増えています。グローバル投資適格社債指数の額面は、2019年末比で18%増加（Exhibit 36参照）、グローバルハイイールド社債指数は同31%増となっています（ハイイールド社債に関しては、新規発行とハイイールド社債への格下げの双方が要因）。ところが世界的に政策対応によって金利は抑えられ、ストック債務のコスト上昇も抑えられています。利払いのドル建て金額は米ドル建て投資適格社債で4%増えたのみであり、ユーロ建て投資適格社債では10%減、英ポンド建て投資適格社債では6%減でした。これにより、二つの問題が発生しています。債券投資家の債券収益プールが限定されること、および債券発行体に低金利が必須条件となることです。

**Exhibit 36: 新型コロナウイルス危機の間に投資適格社債は 20%、ハイイールド社債は 30%増加しているが、コストの増加はずっと少ない**

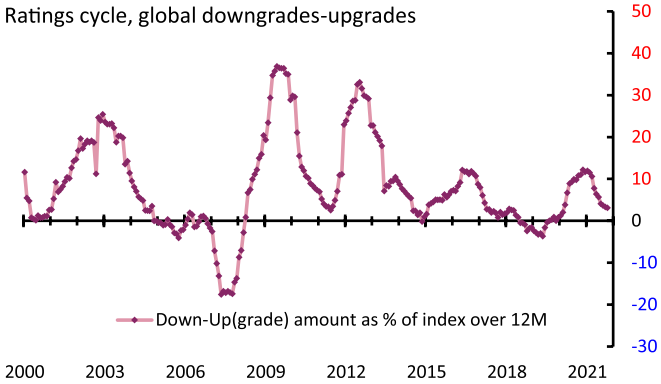



*Source: ICE and AXA IM Research, November 2021*

## 格下げの連鎖やデフォルトサイクルは穏やか

格下げの連鎖やデフォルトサイクルが、2022年のクレジットに対する前向きな見方を支えるもう一つの要素です。2021年の利益反発が予想よりも好調だったことから、企業のレバレッジは予想よりも迅速に修復されており、格付機関はこれに応じた対応を取っています。この結果、2020年末にはグローバル投資適格社債指数構成銘柄の12%が格下げされていますが、現在はこれをピークとして格下げサイクルがほぼ終了した模様です（Exhibit37参照）。2021年は純格上げペースが上昇するとの予測であり、スプレッドには追い風となるでしょう。現在欧州で見られるような新型コロナウイルス感染症の再拡大があったとしても、これによる経済活動後退は格上げ優勢の格付傾向を反転するほどの規模なるとは考えにくいでしょう。

**Exhibit 37: 新型コロナウイルス感染症危機による格下げサイクルはほぼ終了**

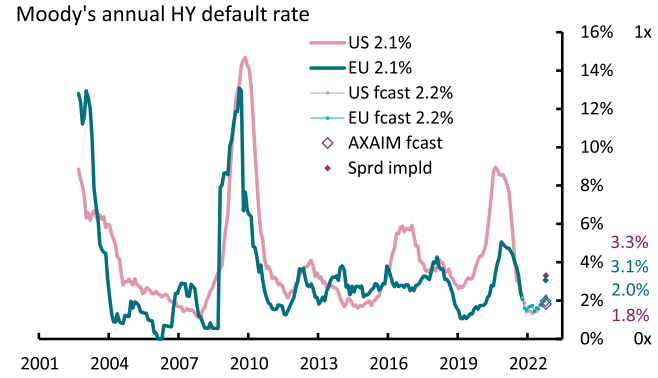



*Source: ICE and AXA IM Research, November 2021*

同様に感染症流行によるデフォルトサイクルも、2020年の米国ハイイールド社債市場での9%弱、欧州ハイイールド社債市場で

の5%弱をピークに終了したように思えます。12カ月移動平均のデフォルト率は現在2.1%であり（Exhibit38参照）、デフォルト率期待値も2%近辺で推移しています（Moody’s社予測および当社モデルの双方）。これは回収率30%、損失・スプレッド倍数2倍を想定したスプレッドからのインプライドデフォルト率約3%を下回っています。つまりデフォルト評価基準ではハイイールド社債のスプレッドが割安であることを示しており、実際のデフォルト率が12カ月将来デフォルト期待値である約2%の水準を超えるとしても、1%という十分な下方バッファーがあるということです。

**Exhibit 38: デフォルト見通しは歴史的に見て非常に穏当**




*Source: Moody’s, ICE, Fed, ECB, and AXA IM Research, November 2021*

# 株式：移行期で模索

エマニエル・マコンガ

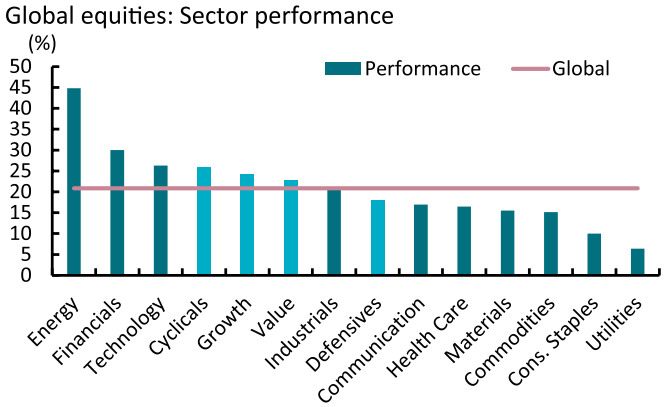
## 主なポイント

- 2021年は予想を大きく上回る企業収益でしたが、2022年は経済活動が趨勢増加率へと回帰することが予想され、大きなサプライズはないでしょう。
- 株式には実質金利が問題となりうるため、2022年の株式相場は金利動向に依存することが考えられます。
- 2022年は下方リスクが上方リスクを上回ると思われますが、経済の全般的な成長が予測されており、若干の安心感が得られるでしょう。

## 株式は健全な成長

2021年、株式投資家は良好な成績を収めることができた。本稿執筆時点で株式アセットクラスのグローバルベンチマークは20.9%上昇しています（Exhibit39参照）。米国や欧州で行われたワクチン接種キャンペーンが進展し、成長促進を妨げるコロナウイルス感染症関連の問題が軽減してきました。主要中央銀行の金融緩和スタンスも、一時的インフレというストーリーのリスクとのバランスから変わっていません。そのうえ、米国では民主党が（わずかとはいえ）上院で議席の過半数を押さえており、バイデン政権の巨大歳出法案を巡る不透明感も大きなものではありません。こうした環境が好調な株式相場に貢献してきています。

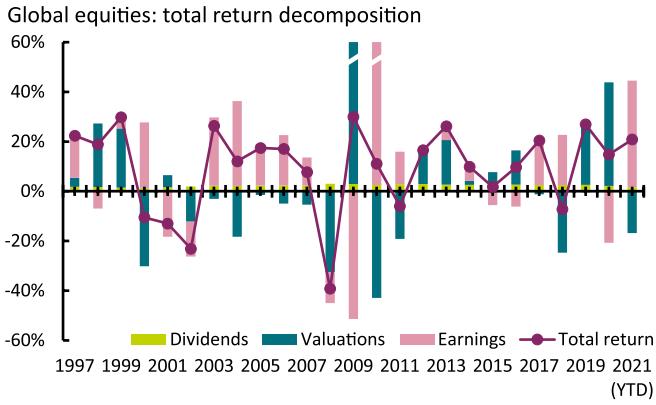
**Exhibit 39: エネルギーセクターが明らかに抜きんでている**




*Source: MSCI, Datastream and AXA IM Research, 18 November 2021*

セクター別では、循環株が抜きんでています。エネルギーは、年初来のコモディティ価格上昇傾向の追い風を受け、+45%という驚くべきリターンとなりました。次に好調なのが金融株でリターンは+30%、金利上昇が寄与した。テクノロジーも+26%と好調ですが、昨年比では勢いを失いつつあります。他方、ディフェンシブ株は、ユティリティが+6%、生活必需品が±0%と振るいません。グロース株（+24%）からバリュー株（+23%）への移行も、硬直的な金利が引き続き前者に有利であったことから散発的でした。

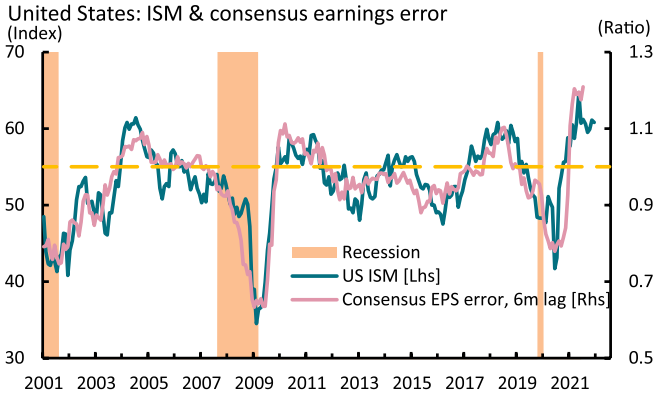
**Exhibit 40: 主要因はすべからく利益**




*Source: MSCI and AXA IM Research, 18 November 2021*

2021年の株式相場はおおむね利益成長（+43%）に支配されており、バリュエーションは歴史的に見ていまだに高い水準にあるとはいえ16.8%縮小しています（Exhibit40参照）。2021年は配当によるリターンが1.7%と2001年以来の最低であり、歴史的に見ても低い水準でした。

**Exhibit 41: 利益パーティーは終わりを告げたか**




*Source: MSCI, Institutional Broker's Estimate System ISM, National Bureau of Economic Research and AXA IM Research, 18 November 2021*

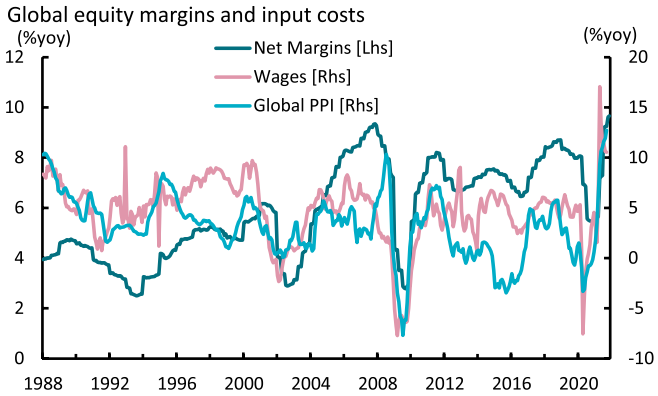
良いことはずっとは続きません。当社では、2022年を通して現在の利益成長率が続くとは考えていません。2022年は、市場のコンセンサスは純利益で8%増と2021年の輝かしい実績からは程遠いものです。2022年は予想を大きく裏切る好業績といったサプライズが減るでしょう。2021年の利益実績は2020年末時点での利益予想コンセンサスの1.2倍に達しており、コンセンサス誤差は史上最大でした。しかし米国ISM指数はすでに非常に上昇しており（98パーセンタイル）、利益誤差とISMの関係から判断すると「正常に戻る」経済活動下、利益大幅上積みの可能性は薄いでしょう（Exhibit41参照）。ちなみに、2008～09年の

世界金融危機後、経済活動回復と米国ISM指数の動きは類似しており、コンセンサス誤差は経済活動に先立って縮小を始めています。

## 最終利益のブレ

現在の懸念は、上昇する投入原価が利益率に及ぼす影響です。消費需要が堅調でサプライチェーンの混乱に拍車がかかり、生産者価格への圧力が強まっています。これに加えて、地域によっては労働市場が逼迫、賃金の上昇が見られています。こうした要因が加わって、現在の高水準な企業利益率が持続可能なものであるのか懸念されています。歴史的に利益率水準は投入原価と正の相関関係を有しており、これはインフレ環境下では企業がコスト増を転嫁することができることを反映していると思われます。今日までの調整規模とそれがどの程度継続するのかが不透明であることから、多少のリスクが残るでしょう（Exhibit 42参照）。

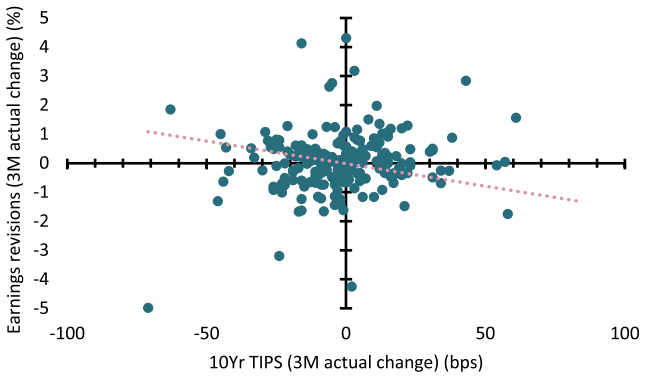
**Exhibit 42: 利益率はコスト増の影響を受けないように見える**




*Source: Worldscope, BEA, OECD and AXA IM Research, 18 November 2021*

これよりも一般的なリスクとしては実質金利見通しが挙げられます。バリュエーション水準がすでに伸びきっており、金利上昇が予測されていることから、バリュエーションの上昇余地は限定的です。2022年の株式相場は引き続き利益主導と思われます。当社では、実質金利は2022年に長年続いた低水準から上昇を始めるものと考えており、利益予想の下方修正リスクがあるほか、株式相場見通しにも悪影響があるでしょう。Exhibit 43は米ドル10年物実質金利の3カ月の変化と世界の株式利益予想改定には負の相関があることを示しています。

**Exhibit 43: 実質金利上昇で予想利益は減少**

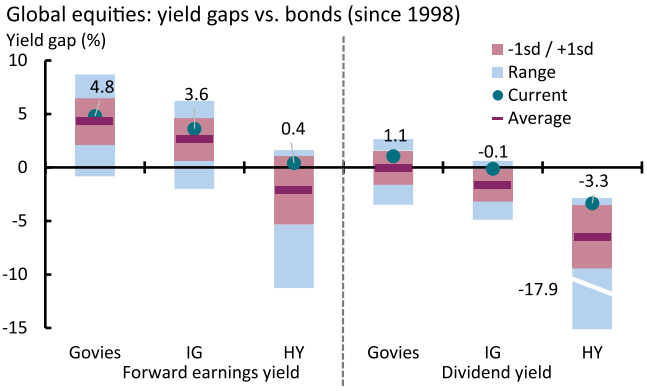



*Source: MSCI, Federal Reserve and AXA IM Research, 18 November 2021*

## 霧の中にかすかな光

株式の相対バリュエーションを用いることで、このところの高い絶対バリュエーションを見逃すことができましたが、来年、この議論の肩を持つことは難しくなりそうです。国債と投資適格社債のイールドギャップは歴史的平均水準に近付いている反面、ハイイールド社債とのイールドギャップは有利なままです（Exhibit44参照）。配当利回りに関しても同じような状況です。来年、金利が上昇を続けると、株式と債券の利回り差が、他のアセットクラスとの比較で投資家の株式投資意欲に重要な問題となるでしょう。

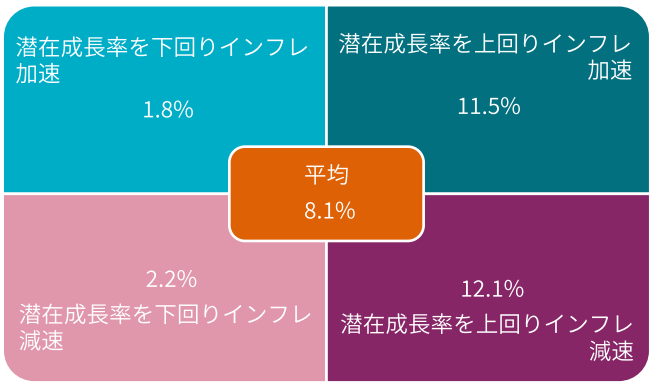
**Exhibit 44: 相対バリュエーションに異議**




*Source: MSCI, ICE BofA and AXA IM Research, as 18 November 2021*

インフレ・金利懸念が強いあまり、株式にとっての経済成長の重要性を忘れてしまいそうになります。歴史的に株式は、経済が潜在成長率を超えて成長する時期に年平均を超えるリターンをもたらしています（Exhibit45参照）。2022年、当社チームは米国GDPが潜在成長率を超える3.5%成長を達成すると予想しています。これは利益予想修正やバリュエーション再検討などの株式アセットクラスに関する逆風を軽減するものでしょう。

**Exhibit 45: 高成長が逆風を軽減**




*Source: Congressional Budget Office, MSCI and AXA IM Research, 18 November 2021, inflation regime: actual-12M average.*

# 予測サマリー

| Real GDP growth (%) | 2020 | 2021* | | 2022* | | 2023* | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | AXA IM | *Consensus* | AXA IM | *Consensus* | AXA IM | *Consensus* |
| **World** | **-3.2** | **5.7** | | **4.2** | | **3.6** | |
| **Advanced economies** | **-5.0** | **5.0** | | **3.8** | | **2.4** | |
| US | **-3.4** | **5.5** | 5.7 | **3.5** | 4.1 | **2.7** | – |
| Euro area | **-6.7** | **5.0** | 5.1 | **3.9** | 4.4 | **2.1** | – |
| Germany | **-4.9** | **2.6** | 2.8 | **3.5** | 4.4 | **1.9** | – |
| France | **-8.0** | **6.7** | 6.1 | **3.6** | 3.8 | **2.0** | – |
| Italy | **-8.9** | **6.2** | 5.9 | **3.7** | 4.3 | **1.9** | – |
| Spain | **-10.8** | **4.3** | 5.6 | **5.5** | 6.1 | **3.0** | – |
| Japan | **-4.9** | **1.9** | 2.3 | **3.5** | 3.0 | **1.6** | – |
| UK | **-10.0** | **6.9** | 6.9 | **5.2** | 5.1 | **2.3** | – |
| Switzerland | **-2.5** | **3.5** | 3.4 | **3.0** | 3.1 | **1.6** | – |
| Canada | **-5.3** | **4.9** | 5.1 | **3.5** | 4.1 | **2.6** | – |
| **Emerging economies** | **-2.0** | **6.2** | | **4.4** | | **4.3** | |
| **Asia** | **-0.8** | **6.8** | | **5.1** | | **5.1** | |
| China | **2.3** | **7.9** | 8.2 | **5.0** | 5.5 | **5.3** | – |
| South Korea | **-0.9** | **4.0** | 4.1 | **2.6** | 3.2 | **2.1** | – |
| Rest of EM Asia | **-4.6** | **5.8** | | **5.5** | | **5.3** | |
| **LatAm** | **-7.1** | **6.2** | | **2.6** | | **2.5** | |
| Brazil | **-4.1** | **5.1** | 5.0 | **1.2** | 1.7 | **2.0** | – |
| Mexico | **-8.5** | **6.0** | 6.1 | **2.6** | 2.8 | **2.2** | – |
| **EM Europe** | **-2.1** | **5.9** | | **3.8** | | **2.8** | |
| Russia | **-3.0** | **4.5** | 4.2 | **3.2** | 2.5 | **2.0** | – |
| Poland | **-2.7** | **5.1** | 5.2 | **5.0** | 5.1 | **3.6** | – |
| Turkey | **1.8** | **9.5** | 8.7 | **3.6** | 3.6 | **3.0** | – |
| **Other EMs** | **-2.4** | **4.2** | | **4.1** | | **3.9** | |

*Source: Datastream, IMF and AXA IM Macro Research – As of 30 November 2021* * Forecast

| CPI Inflation (%) | 2020 | 2021* | | 2022* | | 2023* | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | AXA IM | *Consensus* | AXA IM | *Consensus* | AXA IM | *Consensus* |
| **Advanced economies** | **0.7** | **3.1** | | **2.9** | | **2.1** | |
| US | **1.2** | **4.7** | 4.4 | **4.1** | 3.4 | **2.9** | – |
| Euro area | **0.3** | **2.4** | 2.3 | **2.1** | 2.0 | **1.6** | – |
| Japan | **0.0** | **-0.2** | -0.2 | **0.7** | 0.5 | **0.6** | – |
| UK | **0.9** | **2.4** | 2.3 | **3.8** | 3.3 | **1.9** | – |
| Switzerland | **-0.7** | **0.5** | 0.5 | **0.6** | 0.6 | **0.7** | – |
| Canada | **0.7** | **3.4** | 3.1 | **3.1** | 2.7 | **2.3** | – |

*Source: Datastream, IMF and AXA IM Macro Research – As of 30 November 2021* * Forecast

## Central bank policy

**Meeting dates and expected changes (Rates in bp / QE in bn)**

| | | Current | Q4-21 | Q1-22 | Q2-22 | Q3-22 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **United States - Fed** | Dates | 0-0.25 | 2-3 Nov<br>14-15 Dec | 25-26 Jan<br>15-16 Mar | 3-4 May<br>14-15 June | 26-27 July<br>20-21 Sep |
| | Rates | | unch (0-0.25) | unch (0-0.25) | unch (0-0.25) | unch (0-0.25) |
| **Euro area - ECB** | Dates | -0.50 | 28 Oct<br>16 Dec | 20 Jan<br>10 Mar | 14 April<br>9 June | 21 July<br>8 Sep |
| | Rates | | unch (-0.50) | unch (-0.50) | unch (-0.50) | unch (-0.50) |
| **Japan - BoJ** | Dates | -0.10 | 27-28 Oct<br>16-17 Dec | 17-18 Jan<br>17-18 Mar | 27-28 April<br>16-17 June | 20-21 July<br>21-22 Sep |
| | Rates | | unch (-0.10) | unch (-0.10) | unch (-0.10) | unch (-0.10) |
| **UK - BoE** | Dates | 0.10 | 4 Nov<br>16 Dec | 3 Feb<br>17 Mar | 5 May<br>16 June | 4 Aug<br>15 Sep |
| | Rates | | +0.15 (0.25) | unch (0.25) | +0.25 (0.50) | unch (0.50) |

*Source: AXA IM Macro Research - As of 30 November 2021*

## 2022年の政治・経済日程

| 2021 | Dates | Events | Comments |
|---|---|---|---|
| **November** | 27-28 Nov | BoJ Meeting | Unchanged (0,10) |
| **December** | Early Dec | US debt ceiling | |
| | Dec | China Central Economic Work Conference | |
| | 3 Dec | US: Continuing resolution to avoid government shutdown ends | |
| | 14-15 Dec | FOMC Meeting | Unchanged (0-0.25) |
| | 15 Dec | Treasury Secretary Yellen identifies debt ceiling impact from this point | |
| | 16 Dec | ECB Meeting | Unchanged (-0.5) |
| | 16 Dec | BoE Meeting | Unchanged (0.1) |
| | 16-17 Dec | BoJ Meeting | Unchanged (-0.1) |
| | 31 Dec | LIBOR fixings discontinued | |
| **2022** | **Dates** | **Events** | **Comments** |
| | Q3-Q4 2022 | Chilean Constitutional Referendum | |
| **January** | Jan | Italian Presidential Elections | |
| | 1 Jan | EU introduces Rules of Origin requirements | |
| | 20 Jan | ECB Meeting | Unchanged (-0.5) |
| | 25-26 Jan | FOMC Meeting | Unchanged (0-0.25) |
| **February** | Feb | BoE Meeting | Unchanged (0.1) |
| | 6 Feb | Costa Rican General Elections | |
| **March** | March | FOMC Meeting | Unchanged (0-0.25) |
| | March | China Annual National People's Congress | |
| | 9 March | South Korea Presidential Elections | |
| | 13 March | Colombian Legislative Elections | |
| | 31 March | UK Business rates relief ends | |
| | 31 March | UK Reduced VAT for hospitality and tourism ends | |
| **April** | 6 April | UK National Insurance contributions increase 1.25ppt | |
| | 6 April | UK Dividend Tax increase by 1.25ppt | |
| | 6 April | UK Super-deductibility for UK investment begins | |
| | 10 & 24 April | French Presidential Elections | |
| **May** | May | Philippines Elections | |
| | 5 May | UK Elections in Scotland, Wales, and Northern Ireland and UK Local Elections in England | |
| | 29 May | Colombian Presidential Elections | |
| **June** | 12 & 19 Jun | French Legislative Elections | |
| **July** | 1 July | UK border checks on EU imports scheduled to resume | |
| **August** | Aug | US Federal Reserve Jackson Hole Symposium | |
| **October** | Oct | China's 20th National Congress- President Xi to be re-elected (expected) | |
| | 2 Oct | Brazil General Elections | |
| **November** | 8 Nov | US Midterm Elections | |

# 略語一覧

1Q18 first quarter of 2018
1H18 first half of 2018
[Lhs] left hand scale (graph)
[Rhs] right hand scale (graph)
a.r. annualised rate
APP Asset Purchase Programme
AUD Australian dollar
BAML Bank of America Merrill Lynch
BEA US Bureau of Economic Analysis
BEER Behavioural Equilibrium Exchange Rate
BIS Bank for International Settlements
bn billion
BoC Bank of Canada
BoE Bank of England
BofA Bank of America
BoJ Bank of Japan
bp(s) basis point(s)
CAD Canadian dollar
CEE Central and Eastern Europe
CEEMEA Central and Eastern Europe/Middle East/Africa
CHF Swiss franc
CPI Consumer price index
DM Developed market
EBA European Banking Authority
EC European Commission
ECB European Central Bank
EM(s) Emerging market(s)
EMU European Monetary Union
EPFR Emerging Portfolio Fund Research, Inc.
EPS Earnings per share
ERP Equity risk premium
ESM European Stability Mechanism
ETF Exchange-Traded fund
EU European Union
EUR/€ Euro
Fed US Federal Reserve
FFR Fed fund rate
FOMC Federal Open Market Committee
FTA Free Trade Agreement
FY Fiscal Year
GBP/£ Pound Sterling
GDP Gross Domestic Product
GFC Global Financial Crisis
GVA Gross value added
HKD Hong Kong dollar
HP filter Hodrick-Prescott filter
HY High Yield
ICE InterContinental Exchange
IG Investment Grade
IIF Institute of International Finance
INSEE French National Institute of Statistics and Economic Studies
IMF International Monetary Fund
ISM Institute of Supply Management
JGB Japanese Government Bonds
JPY/¥ Yen
LatAm Latin America
LBO Leveraged buy-out
LTRO Long Term Refinancing Operation
MBS Mortgage-backed security
METI Japan's Ministry of Economic Trade and Industry
mom month on month
MPC Monetary Policy Committee
MRO Main Refinancing Operation
n.s/a non-seasonally adjusted
NAFTA North American Free Trade Agreement
NBER National Bureau of Economic Research
NPL non-performing loans
NFIB National Federation of Independent Business
NOK Norwegian krone
OECD Organisation for Economic Cooperation and Development
OMT Outright Monetary Transactions
P/B price-to-book ratio
P/E price/earnings
PBoC People Bank of China
PCE personal consumption expenses
PEG price/earnings to growth
PEPP pandemic emergency purchase programme
PMI Purchasing Manager Index
pp percentage point
PPI Producer price index
PPP purchasing power parity
QE Quantitative easing
QE3 Third quantitative easing
QQE Quantitative and qualitative easing
qoq quarter on quarter
REER Real Effective Exchange Rate
RMB renminbi chinois (yuan)
RRR Required rate of return
s/a seasonally adjusted
SEK Swedish krona
SMEs Small and medium size enterprises
SMP Securities Markets Programme
SWF Sovereign Wealth fund
TFP total factor productivity
TLTRO Targeted Longer Term Refinancing Operation
tn trillion
UN United Nations
USD/$ US dollar
VAT value-added tax
yoy year on year
ytd year to date
WTO World Trade Organisation

**アクサIMについて**

アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）は責任ある資産運用会社であり、長期的なアクティブ運用を行うことで、お客様、従業員、そして世界の繁栄を支援しています。当社の確信度の高い運用アプローチにより、代替資産クラスおよび伝統的資産クラス全般で最も良好な投資機会と考えられるものを追求しています。2021年9月末時点で約8,790億ユーロの運用資産残高を有しています。

アクサIMは、グリーン、社会、サステナブル市場における先進的な投資家であり、2021年9月時点で5,770億ユーロにおよぶESG（環境、社会、ガバナンス）統合済みのサステナブルおよびインパクト資産を運用しています。当社は、2050年までに、全運用資産における温室効果ガス排出のネットゼロ達成をコミットしており、株式銘柄選択から企業行動や文化に至る当社の事業にESG原則が組み込まれています。当社の目標は、社会と環境に有意義な変化をもたらしつつ、お客様に真に価値のある責任投資ソリューションをご提供することです。

2021年6月末時点で、アクサIMは20カ国26拠点において2,488名余の従業員を擁し、グローバルな事業を展開しています。アクサIMは、世界最大級の保険および資産運用グループであるアクサ・グループの一員です。

**投資リスク及び費用について**

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はお客様の負担となります。

**ご留意事項**

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズが作成した英文資料をアクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社が翻訳したものです。日本語への翻訳に際しては、その解釈や表現に細心の注意を払っていますが、万一英文と日本語文の間に解釈や表現の違いが生じた場合には英文が優先します。

当資料は情報提供を目的としたものであり、アクサ・インベストメント・マネージャーズにおいて、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。

当資料は個人的なデータや案、見通しや推定及び仮定に基づいて作成されたものです。この分析や結論は特定の時期の入手可能なデータに基づいた意見の表明です。この分析は主観的かつ示唆的な見方であるために、経済の変動要因の実際の展開や金融市場の価値は当資料で用いた適用内容（案、予測、推定と仮定）とは大きく異なることがありえます。

当資料のすべての情報は経済や市場統計の公式の提供者により提供されたデータに基づいて作成されています。アクサ・インベストメント・マネージャーズは当資料に基づいて、または、当資料に依存してなされた決定についてなんら責任を負うものではありません。この情報は、全体であれ、部分的であれ、アクサ・インベストメント・マネージャーズの承認がない限り、複製が禁止されています。

MSCIおよび、MSCIデータのコンパイル、計算、作成に関与または関連するその他の当事者のいずれも、当該データ(またはその使用によって得られる結果)に関して、明示的または黙示的な保証または表明を行いません。また、これらの全当事者は、当該データに関する独創性、正確性、完全性、商品性、または特定目的への適合性に関するすべての保証を明示的に否認します。上記を制限することなく、いかなる場合においても、MSCI、その関連会社、またはデータのコンパイル、計算、作成に関与または関連する第三者は、直接的、間接的、特別、懲罰的、結果的、またはその他のいかなる損害(逸失利益を含む)についても、たとえそのような損害の可能性を通知されていたとしても、一切の責任を負いません。MSCIの書面による明示的な同意がない限り、MSCIデータのさらなる配布または普及は許可されてません。

当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。当資料の内容は、作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。

**アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社**

金融商品取引業者　登録番号: 関東財務局長（金商）第16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、日本証券業協会、一般社団法人　第二種金融商品取引業協会

Ref-23575