

マクロ経済見通し 2023～2024年

世界的な景気減速が
インフレを抑制へ

2022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・カバツソン – 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

マクロ見通し：インフレのピークを取り巻く雲行き ジル・モエック	3
投資見通し：リターンへの期待は慎重ながらもポジティブ クリス・アイゴー	5
サマリー — 世界再編が進む中、景気後退に陥る可能性は高い デイビッド・ペイジ	7
米国 — 穏やかな景気後退下でインフレ率は低下へ デイビッド・ペイジ	9
ユーロ圏 — 控える険しい道のり フランソワ・カバウ、ヒューゴ・ル・ダマニー	12
英国：荒海を航行中 モデュップ・アデグベムボ	14
カナダ：減速すれども、景気後退を回避 デイビッド・ペイジ	15
日本：景気回復の継続を予想 モデュップ・アデグベムボ	16
中国：経済再開への難路 エイダン・ヤオ	17
新興国：夜明け前の暗闇 イリーナ・トパセリー	19
アジア新興国：対外的な逆風が強まるもののソフトランディングへ シャーリー・シェン	20
中南米：不都合な現実 ルイス・ロペス＝ビバス	21
為替：輝きを失いつつある米ドル ロマン・カバツソン	22
クロスアセット：債券の年 グレゴリー・ヴェニゼロス	23
金利：影と光 アレッサンドロ・テントリ	24
クレジット：楽観主義者のフィルムノワール グレゴリー・ヴェニゼロス	26
株式：逆風下の反騰見通し エマニエル・マコンガ	28
予測サマリー	30
政治・経済日程	31
略語一覧	32

マクロ見通し：インフレのピークを取り巻く雲行き



ジル・モエック
アクサグループ・チーフエコノミスト兼
アクサ IM コア・インベストメント・リサーチヘッド

主なポイント

- 2022年は新たな金融政策時代の幕開けとなりました。政策が招く景気後退は、2022年後半にピークを迎えたインフレを抑制するために支払うべき代償のように思えます。
- 金利の上昇は、財政政策が緩和効果を維持する能力を徐々に損なうとみられます。米国では、中間選挙後に米議会において「政策の麻痺」が起こり得る一方、欧州では、外的なインフレショックに対処するために、2023年前半も引き続き財政刺激策を行うとみられます。しかし、これは財政行動主義の「最後のあがき」になると考えています。
- 景気支援的な財政政策と金融政策は、20年間にわたって潜在成長率の根本的な減速を偽り隠してきました。新しい成長モデルが必要とされていますが、未だ不明です。

将来のディスインフレに向けた目先の代償

インフレショックは2022年を特徴づけました。その主な理由は、通常のように購買力と企業の利幅を損なうことで消費と投資を阻害したからではなく（先進国では実際、この状況下で個人消費が著しい回復力を見せています）、金融政策の一時代の終わりを告げたからです。

当初は、パンデミック後の経済再開を受けた一時的な物価上昇と広く見なされていて、持続的なインフレに転じる兆候を見逃した中央銀行は、1990年代以来の迅速な引き締めに乗りました。こうした巻き返しの下、米連邦準備制度理事会（FRB）は約半年で、まだ非常に緩和的だったスタンスから適度に抑制的な領域へ移行しました。これは量的引き締めと相まって、2008～2009年の世界金融危機以降で最も急激な金融環境全般の引き締めにつながりました。

原則的には、すべての中央銀行がFRBに追随すべきだったわけではありません。米国では、トランプ政権後期とバイデン政権初期の過度な財政刺激策を受け、労働参加率の低下に見舞われて極端に逼迫するなど、対処すべき明確な過熱の事例が見られました。ユーロ圏は、パンデミック時の財政スタンスがより慎重で、圏内の労働参加率は上昇しており、15～64歳の年齢層では現在米国を上回っています。それでも、欧州中央銀行（ECB）は、例えば75bpsの利上げを実施するなど、FRBのアプローチを踏襲することもありました。確かに、ユーロ圏の政策金利は2022年12月にも「中立レンジ」（1～2%）の上限に達する可能性があります。出発点は米国よりも低く、当社では2023年1～3月期に中立基準（2.5%）を超えると予想しています。市中銀行の融資基準の厳格化と相まって、ECBのスタンスはすでに金融環境全般を抑制的な領域に引き入れていると思われる。ユーロ圏のインフレが依然として金融政策の影響を受けにくい供給側の動向（特にガス価格）に左右されるなか、ECBのアプローチは、インフレ期待を抑制することにはっきりと焦点を当てています。ただ、新たに芽生えたタカ派的な姿勢は、ユーロ安

に助長されている部分がかかなり大きいのではないかとみています。

実際、世界経済は再び1990年代の状況に不気味なほど似た構図に陥っており、FRBの政策が招いたドル高に順応しつつあります。ECBは実のところ、その影響が最も少ない中央銀行のひとつです。新興国の中銀ははるかにやるべきことが多く、利上げ幅が累積で1000bpsを超える国も見られました（ブラジル、ハンガリー）。新興国のシステムリスクについてはあまり懸念していません。新興国の本質的な財政状況は1990年代よりもはるかに良好で、この点が当時との決定的な違いです。しかし、金融政策の極端な引き締めは、特に財政政策を国債の借り換えコストの上昇に適應させなければならない場合（これもブラジル）、内需を著しく冷や込ませるでしょう。自国通貨の防衛を選択せず、利下げすることでトレンドに逆らった国々は、トルコのように痛みを伴うハイパーインフレに直面しています。

中国はこのルール唯一の大きな例外です。結果的に為替レートが下落してきているとしても、中国政府は低インフレを背景に金融政策を緩和することができています。ただ、中国当局は金融安定化リスクの再燃を恐れ、まだ大きい政策余地をフル活用することに引き続き消極的です。一方、「ゼロコロナ」政策からの脱却はせいぜい暫定的で、2023年にはパンデミック関連でさらなる混乱が生じることが予想されます。世界の成長に対する中国の寄与度は引き続き抑えられと当社はみています。

このように、私たちはこの数十年間に目にしたことのない構図に陥っています。それは、政策が世界経済の減速を招くという構図です。この引き締め局面の強さと期間は、もちろん問題の震源地である米国経済でディスインフレ（インフレの鎮静化）が進むペースによって決まります。2022年秋には、労働市場が軟化している一時的な兆候がようやく現れ始めました。これはFRBが望む、2023年にかけての賃金の減速を示唆するものでしょう。「インフレのピーク」におそらく達したため、利上げのペースはそれほど速めずにすむはずですが、目標からの距離と、さらに乖離するリスクはかなり大きいため、「ターミナルレート（政策金利の終着点）」には到達していません（当社は5%に達すると予想）。つまり、政策効果の波及にラグがあることを考えると、金融スタンスは2023年を通じ、2022年後半よりも抑制的であり続ける可能性が高いでしょう。これは、FRBが現在の市場予測（2023年後半）ほど早期には利下げしたくない、という当社の見解に基づいています。というのも、FRBはインフレをしっかりと撃退したことに満足したいと思われるからです。その代償として、米国では2023年1～3月期に景気後退が発生し、来年は世界経済全体にマイナスの波及効果が及ぶことになるでしょう。

過去の過ちの記憶が政策決定者の行動に影響することはよくあります。バーナンキ元FRB議長が2008～2009年の世界金融危機の後処理を担ううえで何としても避けたかった過ちは、1930年代の時期尚早な金融引き締めでした。それと同じように、今回おそらくパウエルFRB議長を悩ませているのは、1974年の過ちです。実際、世間の通説とは裏腹に、FRBは第一次石油ショックに襲われた1973年、当初は迅速な利上げで対応しました。重大な決断が下されたのは1974年末のことです。当時、失業率の大幅な上昇を懸念したFRBは、インフレ率がまだ2桁台だったにもかかわらず、方向転換に踏み切ったのです。これが1970年代後半を通じて激しいインフレを引き起こし、最終的にFRBは1980年に大規模な引き締めを余儀なくされました。

ある意味、この先に待ち受けるのは、過去 20 年間の金融政策の「行き過ぎた行動主義」の鏡像です。中央銀行は、インフレ率をゼロ近辺に張り付く傾向から通常の数値に戻すためには、経済を（潜在成長率をはるかに超えて）「過熱」させるしかないという結論に達していました。今日の中銀が出した結論は、インフレ率を 2% に戻せるようにするには、需要がすでに低い供給のペースを下回るよう仕向けるしかない、というものです。つまり、痛みなくして得るものなしということです。

財政行動主義の最後のあがき

金融引き締めは欧州と米国で同時進行していますが、財政スタンスは乖離し始めています。米国では、中間選挙で共和党が下院過半数を獲得し、少なくとも 2 年間は政策の麻痺が起こり得るなか、インフレ抑制法（実態はグリーン移行法）がバイデン氏の任期最後の大プロジェクトとなるでしょう。しかし、これは米国における現時点での「医師の指示」かもしれません。国内中心の景気過熱に対処する必要性を考えると、財政政策で FRB のスタンスを相殺しようとしてもほとんど意味がないからです。ユーロ圏では状況が大きく異なり、各国政府はウクライナ戦争を背景に、エネルギー価格の高騰が家計や企業収益に与える影響を緩和するため、新たな一連の財政刺激策に取り組んでいます。

欧州では、財政政策と金融政策の間にまだある程度の補完性があると思われる。家計が政府から一時的な所得支援を受ければ、根強い賃金上昇圧力は軽減されるかもしれず、欧州が賃金・物価スパイラルに陥って ECB にさらなる引き締めを強いるリスクは限定されるでしょう。しかし、2023 年後半にかけては、政府が国債を大量発行する一方、ECB は量的緩和で購入した債券の再投資を徐々に減らす決定を下す公算が大きいことから、対立が生じる可能性があります。仮に欧州の財政監視システムが、赤字削減ルールの適用除外の再延長を認めたとしても、2023 年夏に審議が始まる 2024 年度予算案は、財政浪費の終わりを告げるものになることが予想されます。

成長モデルの模索

過去 20 年間、金融と財政による支援は、人口動態の問題に加えて生産性の低下に直面する先進国経済の根本的なダイナミズムの欠如をしばしば偽り隠してきました。一部の国では、米国では間違いなくそうですが、労働市場参加率の低下が潜在的な国内総生産 (GDP) 成長率のもうひとつの低迷要因となっています。政策支援がピークを過ぎた今、こうした構造的な欠陥が注目を集めるでしょう。

英国での最近の経験は、この観点から興味深いものです。トラス前政権の計画は、財源を伴わない減税に加え、構造改革を巡る曖昧な約束が盛り込まれるなど、内容に深刻な欠陥がありましたが、少なくとも同政権は英国の潜在成長率の悪化に対処しようとしていました。スナク現政権が財政スタンスを 180 度転換したことは、当然ながら金融安定化の観点からは歓迎すべきことですが、欠けているのは、経済を再活性化するための計画です。

マクロ面の課題リストには、迫り来る「グリーンフレーション（脱炭素に伴う物価上昇）」の可能性を追加する必要があります。気候変動と闘う必要性から、クリーンながら通常は割高な技術の採用を余儀なくされ

ています。また、欧州連合 (EU) 以外の地域でも（温暖化ガス排出に価格付けする）カーボンプライシングの導入が進むことが予想されます。「脱グローバル化」も、特にドイツのように外向型の成長を選択した国々にとってはリスクとなります。米国はおそらく欧州よりも安心できる立場にあります。米国の人口動態は悪化しているものの、それほど問題ではなく、少なくとも安価な自国産エネルギーに頼ることができます。パンデミック下の EU は、復興基金「次世代 EU」の資金を調達するため、禁じ手だった債務相互化に踏み出すことで、長期的な成長戦略を何とか具現化しました。ただ、加盟国がウクライナ戦争の影響に対し、同じく協調的な投資で対応する能力を見いだせていないことは懸念されます。

2023 年半ばには世界経済が再び上向き始めると確信していますが、過度な熱狂には注意を喚起します。循環的な回復の先には、多くの構造的な問題が未解決のまま残されるでしょう。

投資見通し：リターンへの期待は慎重ながらもポジティブ



クリス・アイゴー
アクサ IM 資産運用研究所議長兼
アクサ IM コア・インベストメント CIO

主なポイント

- 金利のピークが債券をサポート。
- キャピタルゲインは難しく。
- 債券のインカムリターンは改善。
- 株式には景気後退のリスク。
- 業績予想はさらに下方修正される可能性が高い。
- セクターローテーションの余地。
- エネルギー価格に大きく左右される。

対照的なリターン

2022 年は投資資金の退避場所がほとんどありませんでした。インフレ、金融引き締め策、地政学的リスクは、2020 年と 2021 年にリターンを生み出した要因と全く対照的でした。こうした背景から、最終的に債券と株式資産の再評価を余儀なくされました。低インフレから高インフレへ、低金利から高金利へと、市場が新たなパラダイムに適応するなかでリターンは損なわれました。

しかし、2022 年が終わりに近づくなか、市場はより安定した足場を見いだしています。10～12 月期のリターンは、現在もそうですが見通しが不透明だったにもかかわらず、それ以前の水準を大きく上回りました。インフレ率は高く、緩和の兆しを見せているだけにすぎません。中央銀行は新年に入っても利上げを停止することはないでしょう。さらに重要なのは、米国と欧州で景気後退が予想されることです。

2022 年末にかけての資産価格の緩やかな回復は、近年のバリュエーションのピークに再び到達する方向への一歩と見なすべきではないと考えます。株価収益率は高水準を下回り続ける可能性が高く、債券利回りではゼロ近辺に戻ることはないでしょう。量的緩和時代に投資家が享受したようなキャピタルリターンが近く再来することはないとみられます。現在の環境下では、バリュエーションやクレジットリスクにかかわらず、単に業績の成長や高い利回りを追求するだけではない、より慎重な投資戦略が求められます。

インフレのメリット

景気後退下では、企業資産から投資家へのキャッシュフローが困難になります。コストが上昇し、売上高が圧迫されると、収益の成長は鈍化します。クレジット市場では、キャッシュフローが乏しい場合、借り手が負債をどのように管理するかを理解することが重要になります。2023 年初頭は、マクロ経済の不確実性がまだ比較的高いため、投資家はある程度ディフェンシブな姿勢を維持すると思われます。ボラティリティが高まり、損失が継続する可能性を排除すべきではないでしょう。

トレードオフの改善

しかしながら、債券投資家はインフレと政策金利のピークから最も恩恵を受ける立場にあります。債券市場にとってリターンとリスクのトレードオフは改善しています。近年に比べて利回りが高いため、債券保有者にはより多くのキャリー（期間収益）が、新たな債券投資にはより良いインカム機会がもたらされます。同時に、利回りの上昇に伴い、債券はマルチアセット・ポートフォリオにおいてより重要な役割を果たす可能性があります。2022 年は極めて異例なことに、債券と株式のリターンがいずれもかなりマイナスになりました。ただ幸いなことに、中央銀行は毎年 300～500bps ずつ利上げするわけではありません。従って、2023 年に同じことが起きるとは思いません。株式が成長環境に苦しんでいる場合、債券はヘッジ手段となり、インカムを重視する投資家にとって代替策になり得ます。

デュレーションのサポート

2022 年は金利の上昇が幅を利かせ、そのバリュエーションへの影響は明らかでした。成長が鈍化した場合、中央銀行はインフレが落ち着いている限り、利上げを停止するでしょう。このことはすでにイールドカーブに織り込まれており、市場は米国の金利が 4～6 月期に、ユーロ圏の金利が 7～9 月期にピークを迎えると予想しています。今のところ、この環境が、債券市場の短期ゾーンのエクスポージャーを支えています。このような戦略は現在、ここ数年で最も高い利回りを提供しています。カーブに沿ってデュレーションを長期化すれば、より良い利回りも確定でき、市場が中央銀行の緩和を予想し始めた時点でキャピタルゲインを実現できるオプションももたらされます。当社の基本シナリオ予測では、2023 年後半ないし 2024 年まで緩和の可能性は低いですが、市場はこうしたイベントを期待する傾向があります。

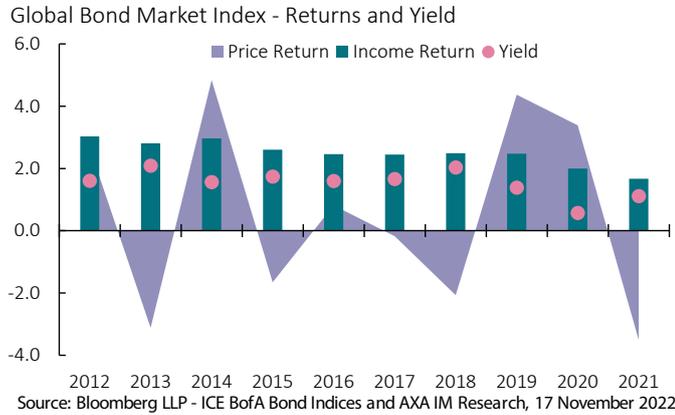
インカム対トータルリターン

債券市場と関連戦略の新たな状況は、よりバランスの取れたものになっています。近年、中央銀行が利回りを押し下げたため、リターンはキャピタルゲインで占められていました。現在は、インカムがトータルリターンに占める割合がより大きくなってきています (Exhibit 1 参照)。これにより、債券に重きを置くポートフォリオ構築は、インカム重視の戦略に適するようになり、さらに機関投資家は、利回り目標達成において不必要なクレジットリスクや流動性リスクを負うことなく、より柔軟に負債と資産を合致できるようになります。

こうしたインカム重視と、キャピタルゲインの低めの可能性が、社債市場を支えています。しかし、借り手は困難に直面するとみられ、これがクレジットスプレッドの水準に影響する可能性があります。金利は企業の借入れコストの上昇に大きく影響しています。スプレッドも拡大していますが、過去のストレス期に見られた高水準はまだ下回っています。つまり信用格付けが同程度の場合、現在の利回りはここ数年に比べて大幅に高いということです。企業はバランスシートを総じてうまく管理し、負債を返済し、レバレッジを抑え、健全な金利カバー率を確保しているため、これは魅力的なリターンの可能性をもたらします。中期的に

見ると、現在のスプレッドであれば、企業のファンダメンタルズが改善した場合に、投資家はキャピタルゲインの恩恵を受けることができるでしょう。

Exhibit 1: 債券のリターンはインカムがメインに



ハイイールド債の時代到来？

コアクレジット投資戦略は、より低いクレジットリスクでより高い利回りを達成できます。従って、ディフェンシブなクレジットセクターが魅力的な利回りを提供するのであれば、投資家は景気敏感セクターのリターンを追い求める必要はありません。なお、ハイイールド債にも一定の役割があります。2022年の利回りは、歴史的に見ると、その後プラスのリターンにつながる水準にあります。ハイイールド債市場は全般的に、過去に比べて信用力が向上しており、信用指標は投資適格債市場と同様の改善を見せています。もちろん、デフォルトは多少増加するでしょうが、借り換え関連のデフォルトが多発する懸念はほとんどありません。ハイイールド債の（国債に対する）超過リターンと株式リターンには密接な関係があることから、ハイイールド債は、株式リターンがいずれ回復する場面で相対的にリスクの低い選択肢になると考えています。

インカムの追求

近年よりも少ないデレレーションリスクとクレジットリスクで高い利回りの達成が可能です。特に、これは現在のような経済環境において有効です。新興国債券のように、債券市場構造においてより厳しい部分でリスク調整後のパフォーマンスが大幅に改善するには、全体的な見通しとリスク心理が大幅に改善するまで待たねばならないかもしれません。ウクライナ戦争の終結と中国の不動産市場の回復は、新興国債券にとって歓迎すべき展開となるでしょう。

10～12月期の株式市場の上昇は、インフレ率と金利のピークへの期待が主な材料でしたが、業績見通しが悪化していることや、金利が近年を上回るという環境に照らして判断する必要があります。これらはしばらくの間、株式にとって逆風であり続けるでしょう。すでに見られる大幅なバリュエーション引き下げ後も、株式市場は予想される収益不況の影響を依然として受けやすい状態にあります。

バランスの取れた見通し

今後、セクターやスタイルのローテーションが進む可能性があります。エネルギー関連株は、原油・ガス価格の高騰を背景に市場平均を上回るパフォーマンスとなっています。しかし、歴史的に見ると、エネルギーセクターは収益が循環的であるうえ、市場のバリュエーション引き下げに最も影響を受けてきた活力のある新たな経済セクターに比べると、長期的な成長の可能性は低くなっています。

伝統的なエネルギー企業の長期的な見通しは、エネルギー移行への機運という課題を抱えています。確かに、価格が高止まりする可能性はありますが、景気の影響でエネルギー需要が損なわれたり、供給面で新たな展開（ウクライナ戦争の終結やイランの国際石油市場への復帰）があったりした場合、その保証はありません。同時に、企業の新しい投資サイクルが最終的にテクノロジーや自動化に恩恵をもたらす一方、政府の政策はエネルギー効率とヘルスケアにより重点を置くようになるでしょう。

株式リターンが数年連続でマイナスとなるのは前例がない話ではありません。しかし、収益に圧力がかかっているものの、バリュエーションは魅力的であり、見通しはバランスが取れていると社は考えています。米国以外の市場では、株価収益率が大幅に低下しています。例えば欧州市場は、ウクライナでポジティブな進展があれば上昇する可能性が十分にあります。アジアは中国の「ゼロコロナ政策」後の回復から恩恵を受けるでしょう。それでも、長期的には、米国の技術的優位性、より高度なエネルギー安全保障、より良好な人口動態を考慮すると、米国のバリュエーション・プレミアムが低下する可能性は低いでしょう。ただし、短期的に見ると、米国市場の値がさ株の一角は依然として脆弱な状態にあります。

世界的な金融引き締めにより、資産クラス全体の再評価を余儀なくされました。キャッシュフローは期待しづらくなっており、2023年を迎えるにあたって、投資家は資本成長戦略にあまり自信を持てなくなるでしょう。債券のリターンはボラティリティの割に改善するとみられ、株式市場の一部は割安になりつつあります。2023年が進むにつれ、マクロ見通しはより明確になるはずですが、このことが、慎重ながらもポジティブなポートフォリオリターンへの期待を支えるとみられます。

サマリー — 世界再編が進む中、景気後退に陥る可能性は高い



デイビッド・ページ
マクロリサーチ・ヘッド
マクロリサーチ - アクサ IM コア・インベストメント

主なポイント

- 世界経済の成長が減速し、欧州と米国の両方で景気後退が予想される中、当社はインフレ率が今後2年間で目標水準に戻ると予想しています。
- ウクライナ戦争と地政学的緊張の広がり、広範な地政学的動向に追隨して変動するエネルギー価格と広範なサプライチェーンの再調整を引き起こしています。
- インフレ率は低下する見込みですが、政府の財政への圧力が社会的緊張をもたらしています。
- 労働力の高齢化による構造的変化とコロナ禍後の影響が不透明感を高めています。

過去のショックが脅威を与え続けている

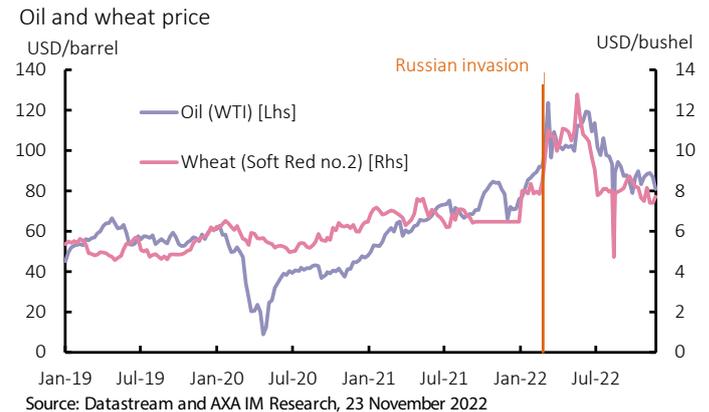
2023年と2024年に関する当社の見通しと予想は、低調な世界の成長、欧州と米国における景気後退、さらには中国の精彩を欠く景気回復（ただし2024年には緩やかに回復）を背景にインフレ率が中央銀行の目標水準に向けてようやく低下するというものです。振り返ると、過去3年の「見通し」のうち2本が新年の最初の数カ月以内に書き直されました。1本目は、発行した時点で特定されていなかったパンデミック発生後に発行された「見通し」です。2本目は、エネルギーと食品市場の混乱がインフレをさらに刺激したロシアによるウクライナ侵攻開始後に発行された「見通し」です（Exhibit 2 参照）。これら2度の経験を経て、当社は、今年の「見通し」を巡るリスクを慎重に検討しています。

パンデミックによりGDPの振れ幅は過去最大となりました。新型コロナウイルス感染症による現時点で最も明白な脅威は中国にあります。中国は、当初はウイルスの封じ込めに成功したものの、その後はウイルスとの共生に向けた準備に時間がかかっています。同国は最近、ワクチン接種ペースの加速と医療体制の拡充を柱とする新型コロナ対策を発表しました。しかし、そうした対策を講じている間も再び感染拡大が起こり、暫定的な規制措置を脅かしています。規制の緩和と脆弱性の増大との間のトレードオフが継続し、2023年を通して中国の経済活動の重しとなる可能性があります。一方、免疫を回避する変異株が依然として脅威となっているため、新型コロナは引き続き世界的なリスクとなっています。リスクを定量化するのは困難ですが、軽減されつつあると当社は想定しています。

ウクライナでの戦争が続いていますが、同国の東部と南部での最近のウクライナ軍の快進撃は、一部ではロシア軍の短期間での勝利を予想していた紛争の予測不可能な性質を浮き彫りにしています。ロシアはウクライナへの動員を目的に数十万人規模の徴兵を行っており、終わりは見えていません。しかも、偶発的にロシアによる核兵器や化学兵器を使用するとの脅しによって、戦争がさらにエスカレートするリスクがあります。

地政学的リスクが顕在化しているのは欧州だけではありません。ここ数年、米中間の緊張が高まっています。バイデン大統領と習近平国家主席の最近の会談は、緊張のさらなる高まりが食い止められるという希望を与えていますが、台湾は引き続き緊張の主な原因となっています。米国は、軍と結びついていると見なされた中国企業への高度ハイテク製品の輸出に厳格な制限を課しています。実際には、この規制対象となる企業は広範にわたるうえ、米国が第三国による実施を後押ししているため、中国の半導体技術アクセスが大幅に制限される可能性があります。この規制は中国の潜在的成長に影響を与えるリスクがあり、世界貿易にも広範な影響を与える可能性があります。しかし、オンショアリング（サプライチェーンを自国内で構築すること）、ニアショアリング（サプライチェーンを近隣国内で構築すること）、またはフレンドショアリング（サプライチェーンを同盟国や友好国などの信頼できる国内で構築すること）など、パンデミック後のグローバル・サプライチェーンの再編と相まって、脱グローバル化の規模と影響を巡る不透明感は高まっています。

Exhibit 2: ロシアのウクライナ侵攻によってインフレ率が上昇



広範な地政学的動向の後を追うように、エネルギー供給の世界的な再編が進行しています。欧州は安価で豊富な天然ガスの供給の終焉に直面しており、それが制約となってこの冬は急激な景気後退に陥ると思われます。新たな液化天然ガス（LNG）輸入能力を短期間で構築しなければ、この制約は来年の冬も影響を与えることとなります。LNGターミナルの能力は限界まで押し上げられ、米国と欧州の施設の負荷率は以前よりも大幅に高まっており、米テキサス州フリーポート港でのLNGプラントの爆発事故など関連リスクにも直面しています。欧州もロシア産原油の輸入を禁止しようとしており、米国はロシア産原油に価格上限を設定しようとしています。いずれの措置も不確実な反応を引き起こすリスクがあります。

エネルギー市場の見通しは天候にも左右されます。北半球の冬の始まりが穏やかなものとなれば、欧州の助けとなるはずですが。こうした予想は、太平洋南東部のラニーニャ現象によって裏付けられています。ラニーニャ現象は3年目に入っており、しばしば欧州の冬を穏やかにするからです。ただし、ラニーニャ現象は欧州以外の地域で激しい気象変化を引き起こします。また、気候変動によって気温が上昇する傾向にあるだけでなく、異常気象も増加しています。これはエネルギーだけでなく食糧生産にも大きな影響を与えるでしょう。

インフレ、政府の圧力、選挙

インフレは明らかにさらなる供給ショックによって生じており、当社は、インフレが2023年初めから緩和し始めると予想しています。インフレの収束は、予想インフレ率と価格転嫁の面でさまざまな経済状況と地域の規範を反映して、国によって異なるものとなるでしょう。一方、高水準を維持しているインフレは社会に大きな影響を及ぼしています。先進国では、インフレによって政府の財政支出が拡大して公共支出の引き締めが必要となっており、それが社会不安につながる可能性があります。新興国の場合、食料とエネルギー価格の上昇は、全般的な物価水準に直接的な影響を及ぼします。新興国における過去の社会的混乱は高インフレの局面で起こっています。

各国政府の財政負担は今後数年でますます大きくなる見通しです。新興諸国では、世界的な金融引き締め、特にドル高の影響を受けています。いくつかの「フロンティア」国はすでに金融危機に陥っており、その一部は国際通貨基金 (IMF) に融資を求めています。こうした状況は2023年も継続すると思われます。経済規模が比較的大きな新興国も同様のリスクに直面していますが、当社はシステミックな新興国危機が進行しているとはみていません。リスクに直面しているのは新興国だけではありません。英国は2022年に財政の持続可能性が疑問視され、財政の正当性を回復するため、今後数年にわたり厳しい財政緊縮に取り組む必要があります。多くの欧州諸国は悪化する財政状況の下で2023年を迎えることになり、欧州委員会がこれらの国々と中期的な債務戦略について交渉しているため、市場はその動向を注視するでしょう。

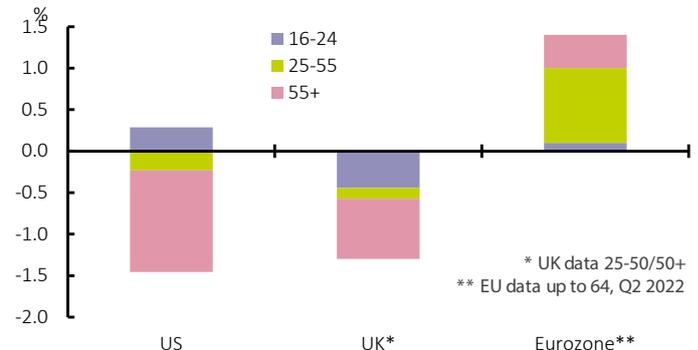
選挙スケジュールを見ると、今後数年のうちに大きな政治的変化が起こるとは考えられません。当社は、2023年6月のトルコの選挙によって金融の安定性にさらなる課題が生じる可能性があると考えています。先進国では、2023年に北アイルランド議会選挙が実施された後、2024年に英国で総選挙が実施される予定です。現在の世論調査結果では政権交代が示唆されていますが、最近の保守党と労働党の両政策は政治的中立に向かって変化しているため、英国の総選挙による経済への打撃は過去10年間で最も小さくなる見込みです。米国大統領選挙は2024年11月に実施されます。共和党においては、トランプ前大統領は中間選挙で打撃を受けましたが、それでも再選を目指して立候補すると発表しています。民主党では、バイデン大統領は、中期的な業績が改善すれば大義は実現に近づきますが、2期目を目指すかどうかは明らかではありません。つまり、2024年の大統領選での両党の候補者は不確実性に包まれています。

構造的変化が進む中での不確実性を予測

最も重要なことは、上述の動向が、人口動態の変化（主要国の高齢化）やパンデミック後の再編など、継続的な構造的変化の最中で起こっていることです (Exhibit 3 参照)。当社は、2023年に欧州と米国全体で失業率が上昇するものの、そのペースは以前の景気下降局面ほど急激なものにはならないと予想しています。この予測の一部には、労働市場の逼迫が際立っていること、失業者数ではなく求人数の減少が労働市場の緩和に寄与すると予想されること、パンデミックと高齢化の両要因によって労働供給が減少することが反映されています。こうした要因が組み合わさって潜在成長率の長期的な逆風となり、それは2023年も続く予想しています。

Exhibit 3: 労働供給の反応は地域によって異なる

Change in participation rates from pre-covid levels (Q3 2022)



Source: BLS, ONS, OECD and AXA IM Research, 23 November 2022

当社は、欧州経済がエネルギーショックによって景気後退に陥ると予想しています。また、米国の景気後退は、過剰なインフレ圧力への対応策として金融引き締めが継続される結果、緩やかなものになると予想しています。中国の成長見通しについては、新型コロナウイルス感染症対策としての制限が再び経済に影響を与えるため比較的抑制された水準に維持され、2023年1-3月期 GDP はさらに縮小すると予想しています。当社は世界経済の成長率が2023年は2.3%となり (IMFの予想は2.7%)、2024年は2.8%にとどまると予想しています。

2022年は、インフレ率が上昇したため、各国中央銀行は急速に金融政策を引き締めましたが、これが2023年のリスクとなっています。インフレ率のオーバーシュートを解消するための方策として、遅行指標を使用するフォワードガイダンスによる金融政策ツールが採用されました。一部の中央銀行はイングランド銀行が主導するフォワードルッキング・アプローチに移行しているようですが、米連邦準備制度理事会 (FRB) によるフォワードガイダンスからの後退は顕著です。多くの国で景気後退が始まり、金利は間もなくピークに達すると予想されますが、底堅さを維持している労働市場は上向きのリスクです。当社は欧州全域の金利が市場予想よりも低い水準でピークに達すると予想しています。

当社は、インフレが落ち着くまでには市場が考えているよりも時間がかかり、2024年まで金融緩和を行わない可能性があることも警戒しています。新興国では、金融引き締めのタイミングが早かったブラジル、ペルー、チリなどの中南米諸国の中央銀行が2023年下半年に金融緩和に踏み切る可能性があります。先進国では、最初に金融緩和を行う可能性がある中央銀行の一つがイングランド銀行で、住宅市場が予想以上に急激に反転した場合はカナダ銀行がそれに加わると考えられます。多くの中央銀行がバランスシート政策を通常の政策に格下げしていますが、それ以外の中央銀行による金利政策はバランスシート政策の影響も受ける可能性があり、2023年中にはより目に見える影響を受ける可能性が高いと当社は考えています。

米国 – 穏やかな景気後退下でインフレ率は低下へ



デイビッド・ペイジ
マクロリサーチ・ヘッド
マクロリサーチ - アクサ IM コア・インベストメント

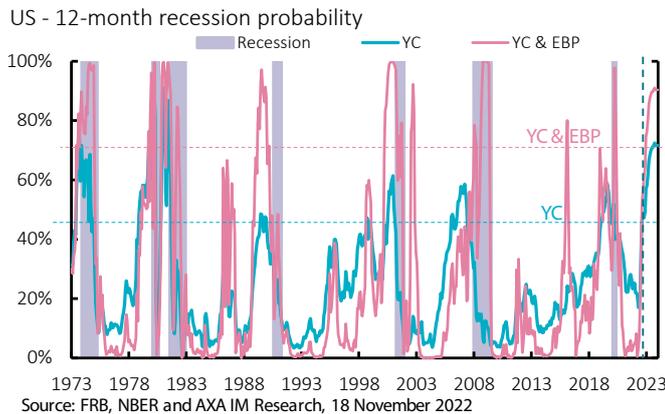
主なポイント

- 米国経済は景気後退に向かっている模様で、当社は米国経済が2023年上半期に縮小すると予想しています。
- 景気後退は緩やかなものになる見込みですが、当社が予想する2023年と2024年のGDP成長率はそれぞれマイナス0.2%、プラス0.9%で、コンセンサス予想を下回っています。
- 生産の落ち込みは労働市場を軟化させ、インフレ圧力を緩和します。当社はインフレ率が急激に低下すると予想しており、当社が予想する低下ペースはコンセンサス予想をやや下回っています。
- 金利はピーク（当社は5%と予測）に近づいているとみられ、2024年までピーク水準を維持すると思われる。

景気後退に入るのか否か

米国が直面している問題は、経済が景気後退に入るのか否かです。夏場以降の当社の見方は、米国が景気後退に入るというもので、現在は2023年初めに景気後退が始まると予想しています。景気後退は通常、個人消費、雇用、投資、および在庫が揃って反応している状況を反映し、外部イベントの影響を受けることが多いため、タイミングを正確に指し示すのは困難です。ウクライナ危機によって生じたエネルギーショックに促された欧州の景気後退は米国内の活動への逆風となりますが、当社は米国内の動向が米国のGDP縮小を引き起こすと考えています。

Exhibit 4: 景気後退が今後12カ月にわたり続く可能性は高いと思われる



当社の景気後退確率モデルは、今後12カ月にわたる景気後退を示唆しています（Exhibit 4参照）。いつものように、当社のモデルは、現時点で単なる景気減速を示唆している調査結果よりも先を見据えています。当社の確信を裏付ける要因は二つあり、その一つ目はパンデミック以降に在庫が急増していることです。在庫変動の変化率を測定するGDP

会計の性質は、在庫の増加ペースが現在のように鈍化している場合は在庫が経済活動の重しとなることを意味します。景気後退は通常、在庫の反転によって引き起こされるからです。二つ目の要因は、最新のGDP統計における貯蓄率の下方修正が当社の見解を裏付けていることです。貯蓄率の低下を踏まえると、2022年は家計が支出を賄うためにより多額の貯金を引き出してきたと考えられます。このことは、実質所得に負担がかかっていることを示しており、将来の圧力に対する家計のバッファが縮小していることを示唆しています。

失業率は今のところ3.7%にとどまっており、経済はまだ景気後退に陥っていないことを示しています。失業率が12カ月間で0.5ポイント上昇することが景気後退を示す優れた指標とするサム・ルールは満たされていませんが、当社はこのルールが2023年に満たされると予想しています。さらに当社は、景気後退の時期が金融環境の引き締め時期と一致するとみています。金融環境の引き締めは米連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締め局面で通常実施するよりも急激で、2001年と2008年の景気後退以降で最も急激なものとなっています。

景気後退は緩やかなものとなるが、当社が予想する成長率はコンセンサス予想を下回る

当社は、個人消費と企業投資の軟化と在庫調整が組み合わさることでGDPが2023年1-3月期から7-9月期にかけて縮小する緩やかな景気後退に陥ると予測しています。その後は成長軌道に回帰するものの、財政および金融政策対応が消極的なものになるため、成長は、在庫調整の終焉、実質可処分所得の回復、より堅調な設備投資を反映した、やや上向程度のものにとどまる可能性が高いと予想しています。

2023年のGDP成長率の重要なカギを握るのは投資の見通しだと思われます。エネルギーコスト、単位労働コスト、資金調達コストが上昇し、企業の利益率が低下するため、企業利益の伸びは2023年を通して減速し、絶対ペースで低下して投資の減少を引き起こすと予想されます。一方、エネルギー投資は、エネルギー供給の世界的再編（これは2023年末から2024年にかけて企業投資を増加させる一因です）の一環として徐々に増加する見込みです。もう一つ重要なカギを握られるのが住宅投資です。金利に敏感な住宅投資はパンデミック下での好調が急速に反転しており、2022年ほど急速ではないものの引き続き2023年を通して減少すると予想されます。

当社はGDP成長率が2022年のプラス1.9%から2023年にマイナス0.2%に低下し、その間に緩やかな景気後退に陥った後、2024年にプラス0.9%に上昇すると予想しています。この当社予測は現在のコンセンサス予想（それぞれ1.8%、0.4%、1.4%）を下回っています。

当社は多くの上振れリスクを考慮しています。エネルギー投資が当社の慎重なエネルギー投資見通しを上回り、GDP成長率をさらに底上げする可能性があります。あるいは液化天然ガス（LNG）の輸出を通じてGDPの成長にいつそう寄与する可能性もあります。一方、労働市場の底堅さは引き続き予想を上回る算算があります。当社は失業率が2023年末までにやや上昇して4.5%となるものの、2024年末までに4.2%に低下する予想しています。労働市場の緩和をもたらすのは、実際の雇用

喪失ではなく求人の減少となる可能性があります。インフレ率の低下ペースはやや緩やかになると想定していますが、その軌道がコンセンサス予想に近い場合、可処分所得の増加幅はより大きくなるかもしれません。パンデミック下での貯蓄による底上げ効果もより大きなものとなる公算があります。

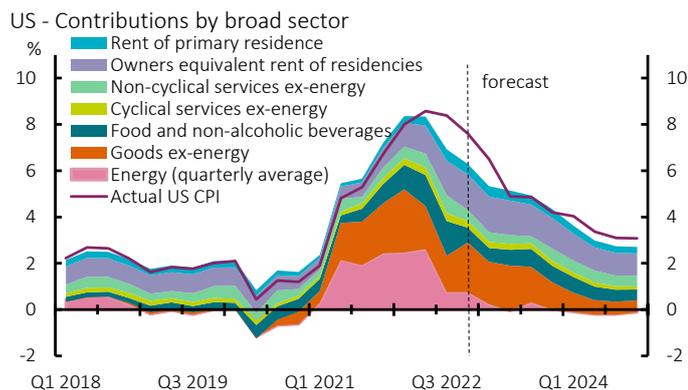
一方で下振れリスクもあります。最近のサプライチェーンの問題によって在庫需要が高まっていると想定すると、在庫調整は以前の景気後退と比べて比較的穏やかなものになると予想されますが、景気下降によって企業は引き続き在庫の縮小を余儀なくされる可能性もあります。刺激策の遅れは、金融環境のさらなる引き締めというリスクとともに、見通しをさらに圧迫する公算があります。当社は依然として労働参加率はやや上昇すると予想しています（ただし米議会予算局の予測は反対です）。全体として、当社はリスクが均衡していると考えています。

インフレ率は低下するが、そのペースは市場予想より遅い

インフレは今年最大のサプライズとなっています。当社は2022年のインフレ率の平均を8.2%と予想していますが、これは1年前の予想の2倍の水準です。上振れのかなりの部分はロシアのウクライナ侵攻によるものです。一方、予想外の労働市場の底堅さは引き続き住居費とサービス価格の上昇に圧力を加えています。当社は、労働市場がやや調整するとの見通しに基づき、これらの物価指数構成項目の下落ペースが今後数四半期で鈍化すると予測しています。

当社は2023年と2024年のインフレ率が急激に低下し、2023年は平均5.1%（2023年第4四半期は4.2%）、2024年は同3.4%（年末までに3%に低下）になると予想しています（Exhibit 5参照）。これに対してコンセンサス予想は、2023年のインフレ率を平均4.2%、2024年を同2.4%としています。

Exhibit 5: インフレ率は低下するが、そのペースはコンセンサス予想より遅い



Source: Bureau of Labour Statistics and AXA IM Research, 18 November 2022

FRBの利上げはピークに近づいているが、利下げからは程遠い

インフレ率が上昇し労働市場が底堅い中、FRBは2022年に金融を積極的に引き締めました。本稿執筆時点でのフェデラルファンドレート

(FFR)は3.75~4.00%で、当社がかねてから予想していたように、FRBのパウエル議長は早ければ2022年12月から利上げペースを落とす可能性があるとし唆しています。さらに当社は、FRBが2023年の2月と3月に25bpsとより緩やかなペースで引き締めを行うと予想しています。当社はFFRのピークを4.75~5.00%と予測していますが、インフレではなく労働市場の動向が極めて重要になる可能性が高いと主張しています。労働市場の逼迫が続けばFRBがさらに金融を引き締める可能性はありますが、労働市場が緩和された場合はFFRのピークは低下する可能性があります。

インフレ率の低下ペースが鈍化するという当社の予想は、FRBが金融政策をどの程度迅速に反転させるかに関する当社の見方を慎重なものにしています。コア・インフレ率が目標水準を大幅に上回ると予想され、さらに労働市場の緩和が抑制されているため、当社はFRBが市場の利下げ予想に反して2023年を通して金利を5%に維持し、利下げを開始するのは2024年となり、同年末の金利水準が3.75%となると予想しています（市場予想は3.50%）。この予想に基づく引き下げ幅は、（パンデミック下以外の）過去の景気後退局面でみられた5%の引き下げには及びませんが、失業率が比較的低い水準で推移しつつインフレ率が高水準を維持すると見込まれる緩やかな景気後退は、金融政策緩和に関するより慎重な見方を正当化するはずで

金融政策がFRBのバランスシートに与える影響にも注意すべきです。FRBは以前より速いペースでの量的引き締め(QT)を実施していますが、パウエル議長はこれによってバランスシートが小さな影響（おそらくはFFRの1年当たり25bpsのペースでの利上げに相当する程度）を受けると示唆しました。極めて不確実ながら、当社の考えでは、QTが与える影響は、FRBのバランスシート上で大規模なリバースレポ取引残高が同時並行で積み上がったことによって低下しています。QTとリバースレポの組み合わせにより、超過準備は予想可能だったペースよりもはるかに速いペースで圧縮されているからです。こうしたQTとリバースレポを組み合わせる政策は、2023年に巻き戻されるかもしれません。巻き戻されない場合、FRBは予想より早く、2023年半ば前後にQTを停止すると当社は予想しています。巻き戻される場合、迅速な巻き戻しによって超過準備が押し上げられ、金融環境をさらに緩和する可能性があります。いずれの場合も、金利見通しは影響を受ける可能性があります。

政治見通し：中期から長期まで

本稿執筆時点で米国の中間選挙の最終的な結果はまだ判明していません。予想通り、共和党が下院で過半数を取り戻すものの、民主党との議席数の差はわずかなものとなる可能性が高いようです。当社が示唆したように、上院での情勢は共和党にとってより厳しいものとなっており、12月6日にジョージア州での最後の選挙の結果が出る前に民主党が過半数を占めています。

民主党が政権を握る一方で共和党が議会下院を支配するというねじれ議会は政策が膠着することを意味し、今後2年間で主要な法案が可決される可能性は高くありません。これは景気後退にさらなる影響を与える可能性があります。その理由は、米国は欧州と異なり、景気減速を緩和するために財政の自動安定化装置（訳注：歳入と歳出に関して適切なルールによる裁量を伴わずに景気変動を財政によって自動的に調整する機能）ではなく裁量的な財政救済措置に依存しているからです。ねじれ

議会には、景気刺激策を遅らせ、その規模を小さくするリスクがあります。さらに、歳出法案と債務上限の延長に関して緊張が生じる可能性もあります。

今回の中間選挙がより大きな影響を与えるのは2024年の大統領選挙かもしれません。トランプ前大統領は再選を目指して立候補すると発表しましたが、トランプ氏が支持した候補者は中間選挙で苦戦し、その立場を弱めました。一方、バイデン大統領は支持率が示唆していたよりも良い結果を得ました。インフレ率が低下し、2024年末の失業率が約4%と予測されるため、経済はバイデン大統領に有利に働く可能性があります。2期目を目指して立候補するかどうかは明らかではありません。つまり、2024年の大統領選では2人の新しい候補者が立つ公算があります。

ユーロ圏 – 控える険しい道のり



フランソワ・カバウ
シニアエコノミスト（ユーロ圏）
マクロリサーチ – アクサ IM コア・インベストメント



ヒューゴ・ル・ダマニー
エコノミスト（ユーロ圏）
マクロリサーチ – アクサ IM コア・インベストメント

主なポイント

- 当社は、ユーロ圏の GDP が 2022 年 10-12 月期から 2023 年 1-3 月期にかけて 1%縮小した後、緩やかに回復すると予想しています。
- 労働市場の影響が限定的であることは、(コア) インフレ率への圧力が持続することを示唆しています。
- 当社は、欧州中央銀行 (ECB) の預金ファンリシティ金利 (DFR) が 2023 年 3 月にピークの 2.5%に達し、同年 4 月から資産購入プログラム (APP) を部分的かつ漸進的に巻き戻し始めると予測しています
- 市場は公的債務の持続可能性の問題をまだ十分に把握できていません

成長の「白鳥の歌」

ユーロ圏の 2022 年 7-9 月期の GDP 成長率は前四半期比 0.2%と底堅い水準を維持しているものの、将来予測に関する調査はますます憂慮すべき内容となっています。当社は、この底堅さは主に次の 3 つの要因によるものと考えています。すなわち、新型コロナウイルス感染症の収束を受けた経済再開による目下のプラスの刺激、その結果、より正常な貯蓄行動への予想よりも早い収斂、そして強い労働市場に支えられた総可処分所得の強さをもたらしていることです。

マクロ環境が極めて不透明な中、厳しい見通しが待ち受けていると当社は考えています。ユーロ圏はこの冬、エネルギー供給の制約と需要の低迷によって顕著な景気後退に陥る可能性が高く、経済構造の変化と金融政策の引き締めにより、回復は通常水準以下のものとなるでしょう。金融政策が優先される状況が公的債務の持続可能性に関する懸念を増大させる一方で、欧州連合 (EU) が今後策定する財政規則と次世代 EU (NGEU) 復興基金パッケージが新たな政治的・政策的問題をもたらす可能性があります。

不可避な景気後退

当社は GDP 予測をやや上方修正していますが、エネルギー（天然ガス）供給の制約（や価格の上昇）と歴史的な交易条件ショックによる需要の軟化によってユーロ圏経済は縮小すると引き続き予測しています。しかし、例年より暖かい秋季においてガス貯蔵水準が例年より高いということは、生産が大幅に低下する可能性が低いことを意味します。当社は現在、ユーロ圏の 2022 年 10-12 月期から 2023 年 1-3 月期の GDP 成長率が、内需と純輸出の両方が相前後して足かせとなるために

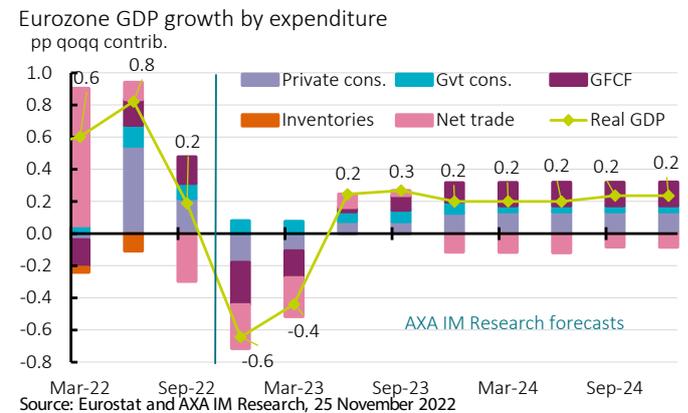
前四半期比マイナス 1%となる（前四半期は同マイナス 1.4%）と予想しています（Exhibit 6 参照）。

ドイツのエネルギー構成におけるロシアからの脱却はかなり進展していますが、最新のデータは、ユーロ圏の比較的経済規模の大きな国の中でドイツが最も影響を受ける可能性が高いという当社の最初の分析を裏付けています¹。しかし、間接的な（交易条件）効果は、他の国が縮小を免れる可能性が低いことを示唆しています。

弱い回復

当社は欧州の景気回復が 3 つの重要な特徴を持つものになると考えています。第一に、供給の混乱が季節的な性質のものであることに鑑みると、生産能力の回復は、需要を満たすためであれ、在庫を積み増す目的のためであれ、経済活動の回復にすぐにつながると考えられます。ドイツでは、純輸出による成長への貢献がプラスとなっていることが示しているように（Exhibit 6 参照）、2022 年 3 月から始まるエネルギー価格上限の導入と予想される中国の回復のおかげで、経済活動は比較的早い時期に回復すると思われる。

Exhibit 6: 厳しい成長見通し



第二に、ショックの季節的な性質と支援的な財政政策が相まって、景気サイクル全般にわたる調整は回避される見通しです。換言すれば、2023 年の失業率は上昇幅が 0.7%ポイント (ppt) にとどまり、年末時点で 7.2%となるため、需要が緩やかに回復すると当社は予想しています。特にインフレが軟化する一方で賃金上昇率が加速する場合はなおさらです。当社の予想モデルは、交渉による賃金（ボーナスを除く）上昇率が 2023 年 4-6 月期から前年同期比約 4.5%に達してインフレ率を上回った後、2023 年 10-12 月期に主にエネルギーによるマイナスのベース効果（詳細は後述）によって 2.5%へ低下すると示唆しています。さらに、引き締めの金融政策にもかかわらず NGEU が投資を支援して、結果的に回復ペースは潜在的な水準を下回り続けられると思われる。

¹ ペイジ, D., ル・ダマニー, H., カバウ, F., トバ-セリー, I., アデッジベンボ, M., 「ロシアのガス遮断が経済に与える影響」、アクサ IM マクロリサーチ, 2022 年 9 月 30 日

第三に、経済の供給サイドの修復、すなわちエネルギー構成の変更（特にドイツの場合）とサプライチェーンの確保は、おそらく数年を要するプロセスです。不確実性が高まる中、数量や価格の調整によって恒久的な供給ショックが生じると考えられます。欧州委員会はユーロ圏の2015年以降の実質潜在成長率を平均で1.1～1.2%と推定しており、これと整合する四半期成長率は0.3%となります。当社は、経済が今後直面する持続的な制約を勘案して、2024年までの四半期成長率を前四半期比0.22%と予測しています。GDPが2022年7-9月期の水準に回復するのは2024年4-6月期以降となると予想されます。

ECBのタカ派バイアスの早期終了はまだ見えていない

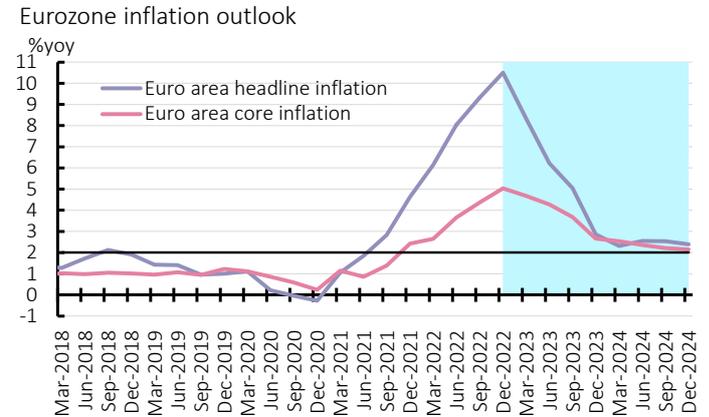
当社は引き続き、総合インフレ率とコア・インフレ率が2022年10-12月期にそれぞれ10.8%と5%（いずれも年率）でピークに達すると予測しています。総合インフレ率は、エネルギーによるマイナスのベース効果、財政措置、およびこの冬に需要が低迷する中で投入コストの転嫁がますます困難になることによって急速に低下する見通しで、四半期ごとに前年同期比約2ppt低下して2023年末に2.5%に達すると当社は予測しています。この予測は、総合インフレ率の2023年の平均が5.6%となることと整合しています（2022年は8.6%）。2024年の総合インフレ率の年間平均は、財政措置が巻き戻され、供給の問題の継続によってエネルギー価格が若干上昇する可能性が高いことを勘案して、2.4%と予測しています。

コア・インフレ率については、当社は2023年に四半期ごとに平均0.6pptとより緩やかなペースで低下すると予測しています。低下の主な要因は非エネルギー工業製品価格の下落ですが、サービス価格は賃金交渉の不安定性と予想される労働市場の底堅さのせいではるかに硬直的なものになると考えられます。コア・インフレ率の2023年のコア・インフレ率は平均3.8%と2022年からの低下幅は0.1pptにとどまり、2024年はECBの中期インフレ目標である2.3%を上回る水準で安定すると当社は予測しています（Exhibit 7参照）。

ECBは2022年にわずか3回の会議でDFRを200bps引き上げて1.5%としました。当社および市場予想は12月のさらなる50bpsの利上げを見込んでいます。インフレ率の低下が予想され、政策は引き締め圏に向かって変化しており、利上げ時期の前倒しはおそらく過去のものになっていますが、タカ派的姿勢が完全に終わったわけではありません。当社はECBが2023年2月と3月に利上げ幅を25bpに変更し、DFRが2.5%に達する可能性が高いと考えています。これは、市場が2023年半ばに達すると織り込んでいる2.9%のピークをやや下回る水準ですが、やはり引き締め圏にあります。

ECBの金融政策の焦点は、2023年に資産購入プログラム（APP）を巻き戻す方向に転換する可能性が高いことです。2022年12月の会合でのハイレベルのガイドラインの発表を控え、当社はECBが少なくとも2023年3月の会合までに具体的な道筋を決定する可能性は低いと考えています。当社の予想は、ECBは購入資産の段階的かつ部分的な再投資を行った後、国債による資金調達金利がすでに高いこと、公的債務水準が高いこと、来年の予想純国債発行額が記録的水準になることに配慮して、2023年末に向けて利上げペースを速めるというものです。周辺国債のスプレッドはこれまでのところ良好な水準にありますが、現状に満足しないように注意する必要があります。

Exhibit 7: ECBのインフレ目標への着地は困難



ユーロ圏は今後試練の時を迎える

過去10年間で金利が低下したため、イタリア債務管理局は2021年に公的債務のインプリシット金利を2.4%に引き下げ、債務の満期を7年間に維持することができましたが、その一方でイタリアの公的債務は同年にGDPの151%の水準に急増しました。そのため、公的債務の軌道が今後数年以内に制御不能な水準に上昇しないようにするためのいくつかの強力なファイアウォールが設けられています。このファイアウォールには、イタリア新政権による財政面で保守的な最初の措置が含まれています。これまでのところ、国内に居住していない債券保有者の割合が減少し続けていること（30%未満に低下）も市場の圧力の抑制に役立っていると思われる。

それでも当社は、今後は市場のストレスが高まる可能性が高いと考えています。第一の理由は、政府の楽観的な成長予測と、エネルギー対策の延長が必要になる可能性により、来年の財政赤字がオーバーシュートする明白なリスクが存在するからです。第二の理由は、イタリア政府が選挙公約（GDPの2～4%に相当する支出）をまだ実施していないからです。第三の理由は、当社のベースライン予測によると、2024年における公的債務の対GDP比率を安定させるにはGDPの2.1%に相当するプライマリー黒字という高いハードルをクリアする必要があるからです。第四の理由は、ECBによるAPPの巻き戻しが、緩やかとはいえ保有割合（26%）の減少につながるからです。最後に、ECが最初のガイドラインを発行した後、将来の財政規則について合意に達するまでには大きな問題に直面すると予想され、そうした状況が財政の信頼性に悪影響を及ぼす可能性があります。

2023年にギリシャ、フィンランド、スペインで総選挙が行われた後、2024年春には欧州議会の議席が改選される予定です。それまでの間に、すなわち予想される任期の最後の3分の1の期間で、NGEUとともに欧州における債務相互負担の強化に関してさらに多くの知識を得るでしょう。厳しい公的債務の軌道によって市場の圧力が高まり、さらには有権者の二極化がかつてなく進む中、EU機関は再び試練の時を迎えると思われる。

英国：荒海を航行中



モデュップ・アデグベムボ
 ジュニアエコノミスト (G7)
 マクロリサーチコア・インベストメント

主なポイント

- 当社は英国経済が2022年に景気後退入りしたとみており、平均GDP成長率を2022年は4.3%、2023年はマイナス0.7%、2024年は0.8%と予想しています。
- インフレ率は2023年に反転して徐々に下がり始め、2024年にはイングランド銀行の目標である2%に向かって低下すると見込まれます。
- 金利は恐らく2023年1～3月期に4.25%でピークを打つと思われますが、イングランド銀行は10～12月期から利下げを開始し、2024年中利下げを続けて同年末に3%にする予想されます。

景気後退から緩慢な回復へ

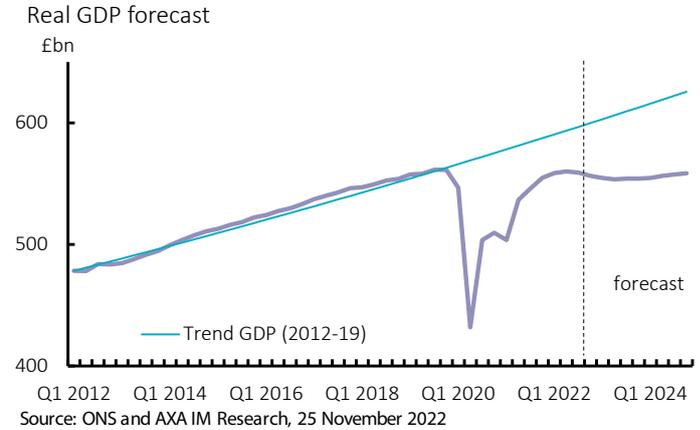
英国経済は何か月も赤信号が点滅しており、最近7～9月期のGDPが減少したのは、バンクホリデーが1日増えたせいでもあります。恐らく消費の落ち込みや設備投資および住宅投資の減少による景気後退の始まりを意味するのでしょう。当社は景気後退が4四半期ほど続き、ピークから底までの下落幅が1%になると予想しています。これに伴い、インフレは反転低下して実質所得圧力が和らぎ、消費は徐々に回復すると見込まれます。景気減速は水準ベースで見ると明らかであり (Exhibit 8 参照)、GDPはパンデミック前後の水準で推移しています。当社では、2022年の成長率は4.3%、2023年はマイナス0.7%、2024年は0.8%と予想しています (コンセンサス予想は4.2%、マイナス0.5%、0.8%)。

労働需要は景気減速に遅行し、ここにきて反転したようです。しかし、労働供給の減少により、失業率は低位で推移し、労働市場の逼迫が続いています。失業率は2023年と2024年に着実に上昇し、2024年末にかけて5%でピークに達するとみられます。当社は2022年の平均失業率を3.6%、2023年が4.5%、2024年が4.9%と予想しています。

財政スタンスの引き締めに伴い、エネルギーの影響は徐々に薄れる

インフレ率は急騰し、現在11.1%です。当社は総合インフレ率の緩やかな低下を予想していますが、食品インフレ率の押し上げ効果によって総合インフレ率は恐らく2023年にかけて2桁台で推移するでしょう。エネルギー価格の上限設定を来年3月以降も延長するという政府の決定は、2023年全体を通じてインフレ率を低下させる一助となるでしょう。当社では、2022年の消費者物価指数の平均上昇率を9.1%、2023年を7.6%、2024年を2.8%と予想しています (コンセンサス予想は9%、6.3%、2.5%)。

Exhibit 8: これ以上追いつけない



エネルギー価格上限の影響や景気後退にもかかわらず、政府は今後6年間にわたる大規模な財政再建計画の概要を示し、正味で総額620億ポンドの緊縮策を発表しました。同計画では歳出削減と増税によって赤字を550億ポンド削減します。しかし、エネルギー価格の上限やその他生活費の上昇により、今年の財政スタンスは3月の緊縮計画よりも緩みました。現在、政府は来年の引き締め幅を縮小する予定であり、引き締めの大半は2024～2025年以降に実施されることになります。

イングランド銀行は引き締めをいち早く開始し、いち早く終了

イングランド銀行は金利を300bps引き上げましたが、利上げ終了が視野に入っています。イングランド銀行は12月と2月に50bps、3月に25bps利上げして4.25%にすると当社は予想しています。その後の見通しについては、負の需給ギャップが拡大しており、インフレ率が予想期間末にかけて目標を下回る見込みのため、イングランド銀行は政策緩和を検討すると思われます。2023年10～12月期から四半期ごとに25bpsずつ利下げし、2024年10～12月期までに金利を3%にする予想されます。正確な時期は労働市場の調整規模次第となるでしょう。

2024年総選挙へのカウントダウン

政府は北アイルランドでの再選挙を回避しようとして、北アイルランド議定書を巡るEU・英国間の協議を再開しました。政府は膠着状態を解消できそうにないため、恐らく2回目の北アイルランド議会選挙が4月までに実施されると思われます。地方選挙も2023年5月に実施されますが、総選挙は2024年の実施になるでしょう。現在、世論調査は労働党の勝利を示唆しています。しかし、先般の選挙とは対照的に、両主要政党ともに政治のセンターグラウンドとオーソドックスな経済課題に戻らざるを得なくなったことから、次の選挙は10年間で最も経済的ダメージが少ないものとなるでしょう。

カナダ：減速すれども、景気後退を回避



デイビッド・ペイジ
マクロリサーチ・ヘッド
マクロリサーチ・コア・インベストメント

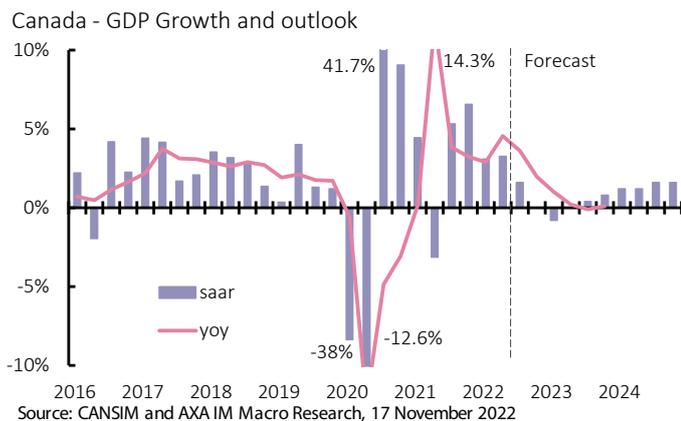
主なポイント

- カナダの GDP 成長率は（2022 年の 3.3% から）2023 年に 0.3%、2024 年に 1.1% へと、コンセンサス予想を下回る水準に減速しそうです。景気後退を回避するものの、2022 年末から 2023 年半ばにかけて景気が低迷すると予想しています。
- 平均インフレ率は（2022 年の 6.8% から）2023 年に 4.3%、2024 年に 2.4% へと低下する見込みです。
- カナダ銀行（中銀）による利上げはピークに近いと思われる、当社は市場予想より少し早い 1 月に 4.25% でピークに達すると予想しています。また、2023 年中は政策を据置き、2024 年末までに 3.25% まで利下げするとみえています。

かなり減速するが、景気後退は回避の見込み

カナダは 2022 年に底堅い成長を遂げる方向に着実に進んでいるようであり、当社は 3.3% 成長を予想しています。しかし、その大半は 2022 年初めにロックダウンの諸制限から経済を再開させたことによるものであり、それ以降の成長は比較的低調です。今後は、成長するのがさらに難しくなるでしょう。当社の予想では、カナダは景気後退を回避するものの、2022 年末から 2023 年半ばにかけて景気が低迷し（Exhibit 9 参照）、2023 年後半から 2024 年にかけて成長が徐々に高まるとみえています。当社の 2023 年と 2024 年の予想は 0.3% と 1.1% であり、コンセンサス予想の 0.6% と 1.7% をそれぞれ下回っています。

Exhibit 9: カナダは景気後退ではなく、景気低迷に直面



景気減速は三つの主要な要因、すなわち、輸出、在庫調整、金融環境の逼迫によってもたらされるでしょう。主な輸出市場は景気後退に陥るか（米国と欧州）、成長が低迷し（中国）、世界経済の成長率はわずか 2.2% に減速する見通しのため、輸出の伸びは鈍化するでしょう。伸びの鈍化はカナダの資源輸出によって一部抑えられるでしょうが、輸出は

2023 年に減少に転じるとみえています。在庫も特に 4～6 月期に急増し、大幅な在庫削減が行われる恐れがあります。

また、金融環境の逼迫の影響もあるでしょう。低い実質所得を背景に低迷する個人消費は、住宅ローン費用の上昇に伴い一段と圧力にさらされるでしょう。住宅投資への影響にも注目すべきです。住宅販売は 2022 年を通じて急落し、住宅価格は来年大幅な調整に直面するでしょう。また、企業利益の鈍化を受けて、投資も減少する見込みです。住宅の下振れリスクがあるものの、全体としては 2022 年 10～12 月期から 2023 年 4～6 月期にかけて成長は概ね横ばいになると社はみえています。

インフレ率は低下

インフレ率は 2022 年 6 月にピークの 8.1% に達しましたが、10 月には 6.9% に低下しました。当社はインフレ率が今後 2 年間さらに大幅に低下すると予想しています。エネルギー価格の上昇率の縮小やサプライチェーンの回復によって物価上昇率が和らいでいるからです。低下スピードも住宅価格の調整を反映したものとなるでしょう。住宅価格は来年、大きく調整する見通しです。当社は平均インフレ率が（2022 年の 6.8%（予測））から 2023 年に 4.3%、2024 年に 2.4% になると予想しています。これは市場予想の 3.5% と 2.1% に比べると、若干緩やかな低下です。

労働市場の動向はインフレに重要な影響を与えるでしょう。労働市場は依然として逼迫しており、10 月の失業率は 5.2% でした。就業者数は 9 月まで連続で減少しましたが、10 月に 108,000 人増加しました。当社は就業者数が今後数カ月間減少し、失業率が 2023 年末までに 6.7% に上昇し、2024 年に 7% を超えると予想しています。これは生産性の伸びがいくらか回復することに伴うものです。これがなければ、高い単位労働コストが引き続きインフレ率を上昇させる可能性があります。

カナダ銀行：早期にピークに達し、早期に利下げか

カナダ銀行は引き締めペースを落とし、直近の会合で 50bps 利上げしました。労働市場の見通しはインフレ見通し以上に重要です。就業者数が当社の予想通り減少すれば、カナダ銀行は 12 月に 0.25%、1 月に 0.25% 利上げし、翌日物貸出金利を 4.25% とするでしょう。当社はこれがピークと予想しており、市場予想を若干下回る水準です。ただし、労働市場がさらに底堅く推移すれば、利上げが必要になるかもしれません。

弱い成長、需給ギャップの拡大、インフレ率の低下はいずれも、カナダ銀行がこの先利下げする必要性と整合しています。インフレ抑制の取り組みを考えれば、カナダ銀行は 2024 年に目標に回帰できるように、さらに長期間引き締め政策を続けることになるでしょう。従って、当社では、カナダ銀行は政策金利を 2023 年中は据え置き、2024 年には四半期ごとに 0.25% 利下げして年末までに 3.25% にすると予想しています。住宅市場が一段と冷え込めば、カナダ銀行がより早い時期に利下げする可能性もあるでしょう。

日本：景気回復の継続を予想



モデュップ・アdegunボ
 ジュニアエコノミスト (G7)
 マクロリサーチ・コア・インベストメント

主なポイント

- 日本経済は堅調に推移すると思われま。当社は2022年、2023年、2024年のGDP成長率をそれぞれ1.6%、1.7%、1.3%と予想しています。
- 賃金圧力が高まり、企業がコスト増を転嫁するケースが増えています。
- 日銀は2023年も政策を据え置くと見込まれますが、賃金設定基準に好ましい変化が見られれば、2024年にイールドカーブ・コントロールを調整する可能性があります。
- 2023年4月に就任予定の日銀次期総裁はアプローチの転換を示唆する可能性があります。

ピークに達する見込みです。エネルギー追加補助金を通じた政府の介入は2023年のインフレ率上昇を抑制するでしょう。これに伴い、インフレ率は2024年に低下すると予想されますが、企業が価格上昇を消費者に転嫁することを厭わなくなっているため、若干の上振れリスクがあるでしょう。当社はCPIの平均上昇率を2022年が2.4%、2023年が2.1%、2024年が1.3%と予想しています（コンセンサス予想は2.3%、1.6%、1.0%）。とはいえ、インフレ率は極めて強い外圧を受けてようやく日銀の目標を上回ったものの、今後再び目標を下回る見通しであり、世界各地の高いインフレ率とは程遠い水準にとどまるでしょう。

日本の賃金状況は改善しているようですが、日本の賃金設定基準に大きな変化はまだ見られず、春闘がカギとなるでしょう。日本最大の労働組合総連合会である連合は総額ベースで5%の賃上げを要求することを確認しましたが、最終的な結果は連合の目標を下回る傾向があります。例えば、連合は2022年に総額ベースで4%の賃上げを目指しましたが、実績は2.2%でした。

日本銀行：最後のハト派

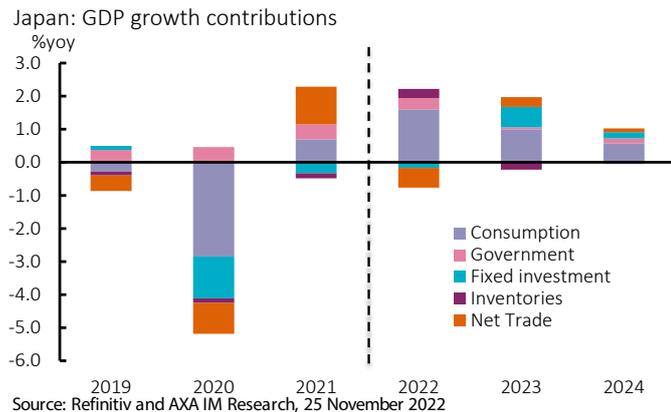
日銀は、超金融緩和姿勢を変更する必要条件として賃金の伸びを引き続き強調しています。これは黒田東彦総裁の体制下の変わらぬ信条ですが、2023年4月の新総裁就任後に状況が変わる可能性があります。兩宮正佳副総裁と中曽宏前副総裁が最有力候補とみられています。中曽氏は金融刺激策の縮小に対してより前向きと考えられており、中曽氏が任命されれば、春闘後の2023年7～9月期以降に政策変更リスクが高まるでしょう。現在のところ、2%のインフレ目標が当社の予想期間内に持続可能な形で達成されるとは依然思えません。黒田総裁後の日本銀行が足元のインフレ、期待の変化、緩やかな賃金上昇を考慮して超金融緩和政策の長短金利操作（イールドカーブ・コントロール=YCC）を調整すると当社は予想しています。

時期に関しては、日本銀行が2023年の春闘前に政策変更を決定する可能性はまずないと考えています。しかし、世界経済が悪化すれば、日本銀行は慎重に事を進め、国外の状況が改善する翌前半に政策を微調整する可能性があります。また、日本銀行は基調的インフレ圧力の高まりを示すより明確な証拠を待ち、エネルギーショックの解消後にコア・インフレ率が従来の水準を上回り続けるか確認すると当社はみています。そして、日本銀行が2024年前半に10年物国債利回りのYCC目標レンジを0%±25bpsから±40bpsに変更すると予想します。とはいえ、これは微調整にすぎず、日本銀行が2024年を通じて政策を据え置くリスクの方が大きいと考えています。

回復が続く見込み

日本経済の回復は続くと思われま。日本は今や海外からの訪日客に完全に開放されており、遅れていたコロナ禍からの経済再開や観光業の回復が成長を支えると見込まれます。プラス成長のモメンタムは外需の減速によって抑制されるでしょう。2023年には欧州と米国が景気後退に陥り、中国は成長がトレンドを下回る見通しです。日本の成長率は2024年も引き続きパンデミック前のトレンド水準に達すると思われま（Exhibit 10参照）。当社は2022年、2023年、2024年のGDP成長率をそれぞれ1.6%、1.7%、1.3%と予想しています（コンセンサス予想は1.5%、1.3%、1.1%）。

Exhibit 10: 景気回復が継続へ



インフレ急騰の勢いは弱まるが、物価圧力は高まっている

円安がインフレ圧力に拍車をかけており、インフレ率は短期的には日銀の目標を上回って推移すると予想されます。消費者物価指数（CPI）のコア指数（生鮮食品のみ除く）は上昇傾向にあり、10～12月期に

中国：経済再開への難路



エイダン・ヤオ
シニアエコノミスト（中国）
マクロリサーチコア・インベストメント

主なポイント

- 中国の経済見通しは引き続き感染動向と中国政府の対応にかかっています。
- 当局は経済再開に向けて下準備をすると予想されますが、その道筋は波乱含みで不透明なものとなるでしょう。
- 輸出減少は以前ほど悪くない不動産市場により一部補われるものの、政策緩和の継続が求められています。

コロナ対応はウイルス感染について行けず

新型コロナウイルスの世界的大流行も3年目となり、大半の国は緊急対応を終了しましたが、中国は依然として厳格な封じ込め戦略にこだわっています。2022年は中国经济にとって特に厳しい年となり、繰り返される都市封鎖（ロックダウン）の影響に住宅市場の崩壊が追い打ちをかけたほか、食品・エネルギー価格の上昇、地政学的緊張の高まり、世界的な金融環境の引き締めという形で海外からの逆風も強まりました。中国政府はカウンターシクリカル政策の緩和と上海での強硬なロックダウン後のコロナ対応を微調整することによってこれらショックを軽減しようとしたが、これらの措置は経済成長の急落を防げませんでした。2022年のGDP年間成長率は2021年の8.1%から半減以下の約3%に低下する見込みであり、中国政府にとって3年間で2度目の成長目標未達となるでしょう。

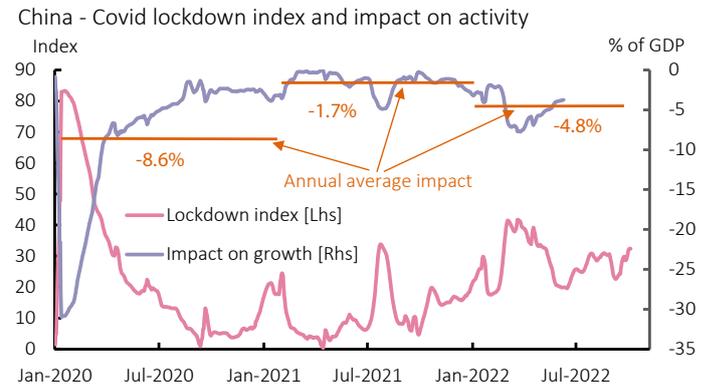
経済見通しは引き続き感染動向や中国政府の対応次第となるでしょう。繰り返される新型コロナの感染拡大に対して厳格な規制を継続することは、経済的ストレスを長引かせ、経済と社会に永続的な傷を残すでしょう。住宅市場は引き続きワイルドカードであり、住宅購入者の信頼感低下や不動産開発業者の深刻な経営難を背景に底を探る苦しい展開となっています。かつて力強い成長の原動力であった輸出も失速し始め、先進国の景気後退りに伴い一段と勢いを失うと見込まれます。これらの問題により、中国政府のカウンターシクリカル政策は複雑化し、来年の見通しは通常よりさらに不確実性を増すでしょう。以下に、これら四つの経済要因と当社評価のリスクについて詳しく説明します。

再び経済最優先へ方針転換

まずパンデミックですが、過去1年間の動向は中国政府に二つの事実を知らしめたと思われる。一つは、ウイルスはすぐに消滅しそうになく、変異し続けてパンデミックからエンデミックに変わり得ることで。中国以外ではすでにエンデミック化していると言えるかもしれません。二つ目も関連することですが、絶えず変異するコロナとの長期戦に医療対応を適合させる必要があることです。中国最大の都市である上海を機能停止させた厳しいロックダウンは、苦い教訓となりました。すなわち、極めて伝染しやすいウイルスの感染をゼロにすることは非常に大きな

経済的・社会的代償をもたらすということです（Exhibit 11 参照）。以来、中国が世界の他の国々から孤立するにつれ、ゼロコロナ政策からの脱却を求める声が強まっています。

Exhibit 11: パンデミックに翻弄される経済



Source: CEIC, Goldman Sachs and AXA IM Research, 16 November 2022

中国政府が変更し消極的なのは、次の3点を考慮した結果と思われる。まず、医療面で中国はゼロコロナ政策を終了する準備ができていません。大多数の国民は免疫率が低く、医療資源が限られ、経済再開で重症患者が増えると十分対応できない恐れがあります。経済的には、ゼロコロナ政策はつい最近まで成功したと考えられてきました。同政策は昨年まで中国の他国を上回る成長と輸出市場シェア上昇に寄与してきたからです。最後に、中国の優れた統治体制の象徴と称賛されている方針を10年に1度の指導部再編前に変更することは政治的に賢明でないと考えられてきました。

しかし、こうした見解は最近の出来事を契機に色褪せてきました。経済的な統計に明らかな変化が見られ、それは例えばオミクロン株の対処費用がアルファ株やデルタ株に比べて高くつくといったことに表れています。一方、第20回中国共産党大会が終わったため、主な政治的不透明要因がなくなり、党の中核的な目標である成長と繁栄の実現に再び焦点を当てやすくなりました。残る障害は脆弱な医療防御体制です。従って、そのような防御体制を構築する動きがあれば、ゼロコロナ政策の出口に向けた準備と考えられます。

当社の2023年の基本シナリオは特に、ゼロコロナ政策が来るべき経済再開に向けて調整されることを前提としています。当社はこれが三つの段階を踏んで進むとみています。第1段階では、変化に向けて国民に医療面と心理面で準備をさせることに焦点を当てます。これには（特に高齢者の）ワクチン接種率を高めること、抗ウイルス薬の導入、さらに多くの野戦病院の建設、ウイルスに対する国民の懸念を軽減するために国民の共通認識を形成し直すことが含まれます。これらの変更はすでに進行中であり、中国政府が最近発表した新型コロナウイルス戦略の20の微調整策によると、さらなる対策が発表されるようです。第2段階は社会的制限や移動制限の緩和、集団検査の削減、「静的管理」の頻繁な使用の廃止によって国内経済を再開することに重点を置きます。中国内における幅広い自由化は来年半ばまでに達成されると思われます。最終段階では、来訪客の検疫規制の順次削減を通じて他の国々に対して国境

を開放します。

恐らく完全な自由化が達成されるまでゼロコロナ政策終了の公式発表はないだろうと当社がかねて考えてきましたが、この点をあらためて指摘しておくことが重要です。しかし、ゼロコロナ政策の旗印の下、いかなる代償を払っても感染者ゼロを成し遂げることから、再び経済の正常化を最優先するために戦略を「機動的に調整すること」へと重点が移りつつあると当社はみています。従って、中国政府が何を言っているかよりも何をやっているかに、投資家はより注意を払う必要があります。

しかし、この基本シナリオにはかなりの不確実性があります。中国の多くのワクチン未接種者を伝染力の強いウイルスにさらすことに対する懸念から、中国政府が引き続き経済再開をためらうことは十分あり得ます。また、ゼロコロナ政策が調整されたとしても、予想以上の難路となる可能性があります。変更が遅すぎれば、経済の救済効果はほとんどないでしょうし、一方、ゼロコロナ対策の解除が速すぎれば、感染者と入院の急増を招き、公衆衛生体制を押しつぶしかねません。さらに、それに続く社会的反発は経済の再開や回復を遅らせる恐れがあります。当社はこうした移行期に考えられる一時的な問題を織り込むために、「マイナス成長の四半期後、一部回復にとどまる」など慎重な予測を立てましたが、これから先実際に進む道はさらに険しいものとなる可能性があります。

不動産と輸出が足を引っ張る

パンデミックのほか、足元の不動産市場の混乱も経済や金融市場を揺るがしてきました。住宅ローンの支払い拒否が起きた後、家計部門や銀行システムに波及するのではないかと懸念が当局に不動産政策を緩和するよう促しました。しかし、これは事態の悪化をかううじて遅らせたにすぎません。好材料としては政策の風向きがさらに変わったことが挙げられ、中国政府は開発業者の資金調達難を軽減すべくより具体的な対策を現在講じています。悪材料としては、構造的な不均衡を修正する簡単な方法がないことが挙げられます。低 Tier の都市（地方都市）では住宅供給がだぶつき、民間部門の多くの開発業者は過剰なレバレッジを抱えています。慌ててバブルをつぶしたため、中国政府は現在その副次的影響に対処しなければなりません。新型コロナウイルスの規制緩和も一助となり、来年は市場を安定させるさらなる政策支援があるものと期待しています。しかし、構造問題に対処するまでは活動が力強く回復することはないでしょう。

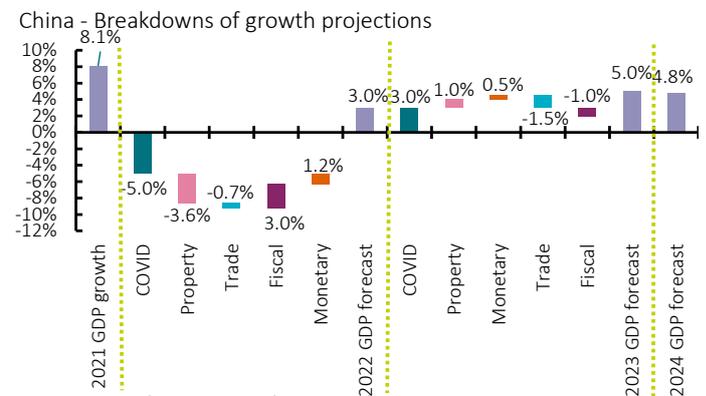
来年は、対外部門による経済の支援効果が低下する見込みです。輸出は2020年以來、安定した成長エンジンの役割を果たしてきましたが、先進国の景気後退りに伴い輸出は最近鈍化し、今後減少すると予想されます。加えて、米中間の地政学的緊張の高まりは、特に先端技術の分野においてすでにギクシャクしている貿易関係にさらに影響を与える可能性があります。こうした輸出の伸びによる寄与を失えば、中国政府は焦って新型コロナウイルスの規制を至急緩和し、国内需要を回復させようとするかもしれません。

政策波及経路の詰まり解消が政策効果を高める

経済への逆風が数多く吹く中、中国はカウンターシクリカル政策の緩和を継続する必要があります。新型コロナウイルス規制の緩和と不動

産市場の安定化が政策波及経路の詰まりを解消することにつながれば、2023年の政策効果は今年と比べて高まる可能性があります。金融面では、通貨安や資本流出に対する懸念から積極緩和の余地は限定的であり、一方、経済の先行きが不透明であることから、引き締めは行われにくいでしょう。経済再開が円滑に進んだ場合に限って、年後半に段階的な政策解除が可能となります。財政政策も引き続き支援要因となりますが、地方政府の財政がすでに債務過多であることから、中国政府は今年前倒しで実施した一部の特別刺激策を再度実施するのに苦勞するかもしれません。従来型の刺激策のポテンシャルが低下しており、経済をパンデミックの縛りから解放する以外に成長力を強化する選択肢はほとんど残されていません。

Exhibit 12: 当社の 2023 ~ 2024 年成長予想の分析



Source: CEIC and AXA IM Research, 16 November 2022

当社は2023年の成長率を5%と予想していますが、Exhibit 12はコンセンサスを上回る当社予想がどのように導き出されたかを示しています。その後、経済がトレンドに回帰するのに伴い、成長率は2024年に若干低下して4.8%になるでしょう。当社予想における最大の変動要因はゼロコロナ政策であり、同政策は両刃の剣となるリスクがあります。しかし、当局が行動しない可能性や行動が遅れる可能性は積極的に行動する可能性より高いと考えています。中国が現行のパンデミック対応をもう1年続ける悲観的シナリオでは、経済はより深い傷を負い、カウンターシクリカル政策を実施する余地がさらに狭まると考えます。同シナリオでは、低ベース効果があったとしても、年間成長率は3.5%以下に低下する可能性があります。

新興国：夜明け前の暗闇



イリーナ・トパ=セリー
シニアアナリスト（新興国市場）
マクロリサーチ・コア・インベストメント

主なポイント

- 国内、国外ともに逆風で新興国経済は減速、チリや中欧では景気後退へ向かう見通しですが、2023年下期からは回復基調となるでしょう。
- フロンティア市場の外部流動性状況は大幅に悪化。高インフレで食料確保が困難になる可能性や、社会不安につながる可能性も高まりそうです。
- トルコは、次回選挙前の通貨危機を回避しようと綱渡りを演じています。

新興国の経済成長には様々な逆風

新興国の経済はまたしても2022年の大半において予想よりも回復力が高く、通年のGDP成長率予想を上方修正することになりました。とはいえ、2023年に入ると、金融情勢が著しく引き締められ、また、先進国経済の減速を受けて外需が弱まるなど、新興国の経済活動も影響を受けそうです。新興国では、中国の見通しが最も明るいものとなっていますが、同国は新型コロナウイルス感染症再拡大で切迫しており、また、経済面もサービス指向が高まっていることから、新興国のコモディティ需要を拡大する牽引役としては従前の経済回復期ほど強いものとはならないと思われます。

政策ミックスも経済を下支えするものからは乖離していくでしょう。主要先進国の中央銀行は金利を長期間にわたって高めに維持する姿勢を取りそうですが、新興国の中央銀行も同様の姿勢となりそうです。物価スライド制を採用している国では、これがインフレ率低下の障害となりえます。ブラジル、ハンガリー両国の中央銀行は、先頭を切って2023年末までに方針を変更するものと思われます。新型コロナウイルス感染症対策が過去に例を見ない規模となっていることから、財政政策を発動する余地はあまり大きくありません。インフレが家計に及ぼす影響を緩和するために取られている追加措置は2023年から24年にかけて徐々に打ち切られていくでしょう。一般的に、(中国を除く)新興国のGDP成長率は2022年10-12月期から2023年1-3月期にかけて減速率を増し、その後、2023年下期からゆっくりと回復、2024年には国内外の要因が平常化することもあり、回復の速度を上げるものと予想します。

低所得国の脆弱性が高まる

国外の状況は新興国全般にとって逆風が続いていますが、一般にフロンティア市場と呼ばれている低所得国は、世界的な金融引き締め、流動性減少、外国からの資金への依存度上昇等の影響を大きく受けています。ここ数カ月では、スリランカが国外からの借り入れに対する元利金支払いを停止しています。ガーナはIMF支援の前提条件をクリアすべく借入金のリストラチャリングを行うと予想されています。エルサル

バドルは支払い能力リスクが高くなっており、エジプトは国際収支ギャップ対策に追われており、ケニアとナイジェリアでは通貨切り下げが待たなしになっています。フロンティア市場を俯瞰すると、外国資金に大きく依存せざるを得なくなった国が多数あり、その返済コストも高くなっています。通貨動向次第では通貨危機となる可能性もあり、脆弱性が高まっています。インフレ率上昇、通貨安、食料輸入価格の高騰等が重なり、外貨準備高水準が不十分になってきていることから、国際収支危機のリスクも高まっています。食料不安から社会不安が起きるリスクも高く、新たな多国間緊急資金ラインはその回避を図るものです。

中欧・東欧は景気後退局面

冬季のエネルギー供給危機により欧州が景気後退局面に向かう中、中欧・東欧では物価高騰が家計にのしかかり、タイトな信用状況は固定投資を困難にしています。中欧・東欧の経済成長には、時宜を得た欧州基金からの給付が必須と思われます。ポーランドとハンガリーは欧州委員会の設けた条件を未だ達成しておらず、ポーランドは給付を受ける時期が2024年まで遅れることが、ハンガリーでは給付額が最大で70%減額されることが考えられます。この地域では景気後退が予想されているものの、貿易収支の赤字幅が拡大しており、中央銀行としては、インフレ期待を抑え、通貨安を限定的なものに抑えるために、金融引き締め政策を維持する必要があると思われます。2022年の選挙後は、財政引き締め、高金利政策、相当程度の景気後退が予想されるものの、同地域で2023年中に政策緩和が予想されるのはハンガリーのみとなっています。

好むと好まざるとにかかわらず、トルコは方針を変更する見込み

世界的な金融引き締め策、それも高インフレ、国外資金に対するニーズ増加、外貨準備減少下であるにもかかわらず、トルコは政策金利を引き下げてきました。中央銀行は「リラ化」戦略を採用しており、資本移動が制限され、銀行は強制的に国債を購入することが求められており、これがリラを下支えしています。エネルギー価格が大幅に下落するか、リラが大幅に下落して原油以外の貿易赤字が減少しない限り、貿易収支全体の赤字幅はGDPの5%を超える可能性が高いと思われます。資本勘定に含まれる資金調達額の三分の二は出所不明な「誤差脱漏」に含まれていますが、2023年央の選挙を前に全面的通貨危機を引き起こす事態を回避するためには必要なことなのでしょう。選挙後、中央銀行は金融政策をオーソドックスなものへと変更、政策金利を15~20%に引き上げる可能性が高いと思われます。これにより成長は減速しますが、赤字も徐々に減少するでしょう。

アジア新興国：対外的な逆風が強まるもののソフトランディングへ



シャーリー・シェン
エコノミスト（アジア新興国）
マクロリサーチコア・インベストメント

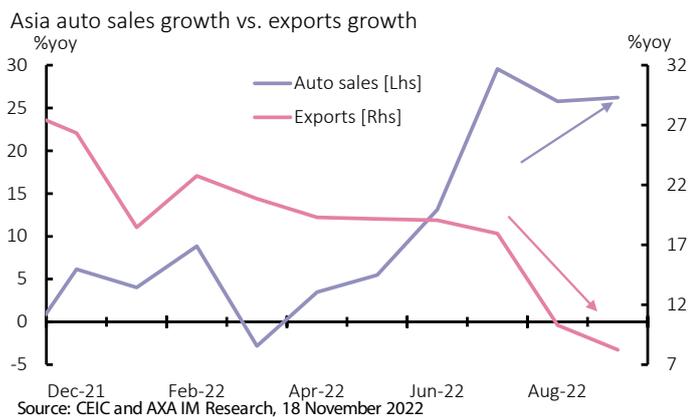
主なポイント

- 輸出が減少し、国外要因の逆風が強まるために、成長は減速するものと思われる。
- インフレ率低下、成長減速が予想され、大半の国の中央銀行は来年3月から引き締め政策を中断するものと思われる。
- 地政学的緊張は引き続きリスクとなり、現状でも脆弱な対外ポジションがさらに深刻化しそうです。

成長減速の見通し

2022年は先進国と中国の景気減速、および世界的金融引き締めがアジア経済の回復への逆風となりました。他方、新型コロナウイルス感染症関連の制限緩和や国境再開を受け、2022年を通して国内の消費やサービスは力強い回復を見せました（Exhibit 13 参照）。2023年は、中国の景気は若干回復するものの、先進国の需要減を補うにはほど遠く、輸出はさらに勢いを失うことになるでしょう。これは韓国、台湾、シンガポールなど、アジア地域で輸出依存度の高い国には圧力となります。他方、インドネシアやマレーシアなどのコモディティ輸出国は、2023年に入ってもエネルギー価格や原材料価格高騰の恩恵をうけるでしょう。内需依存型の国は、消費やサービス活動がさらに回復することから、経済も思いのほか力強い回復を見せる可能性があります。全体として、中国を除くアジアの成長率は、2022年の5.2%から2023年は4.5%へと減速、2024年は徐々に回復して4.8%に達すると予想しています。

Exhibit 13: 成長をけん引するものは輸出以外にシフト



2023年には、アジア新興国の成長は内需がけん引するものと考えます。直近のデータからは個人消費の力強い回復が見て取れ、多少の鈍化があるものの、その傾向は継続すると思われる。失業率もピークを越え、国境再開により旅行者が同地域に戻ってきています。中国人旅行者こそ引き続き戻ってきていませんが、経済が観光業に依存する国においては、

サービス輸出が経済にとって追い風となり、その追い風も強さを増していくことでしょう。

今年は、財の輸出は軟化していますが、安価な半導体に対する需要が好調であったこと、一部資源国からのコモディティ輸出が順調であったことなどから、当初危惧されたほどには減少しませんでした。しかし、先進国が不況に突入すると輸出成長への圧力が強さを増すことでしょう。さらに、インド、フィリピン、タイなどでは貿易収支の赤字が拡大するなど、対外ポジションも悪化してきています。通貨も対ドルで急落しており、中央銀行は通貨防衛のために介入せざるを得ず、外貨準備の減少につながっています。こうした対外脆弱性が長引いた場合、国内政策の遂行に影響を及ぼす可能性があり、経済成長やインフレに対する見通しが困難になります。

金融引き締めは終わりに近づく

ロシア・ウクライナ間の対立勃発以来、アジア新興国はおしなべて価格圧力の大幅な上昇に見舞われています。インフレ率が数十年ぶりの水準に上昇している国も多くあります。とはいえ、最近の状況を見ると、価格圧力はすでに低下し始めており、2023年は、経済成長減速、サプライチェーンのボトルネック解消、金融引き締めもあってさらに低下するものと思われる。もちろん、リスクがなくなったわけではありません。インド、フィリピン、インドネシアなどの国ではコア・インフレ率の高い状況が続いており、天候次第では食料価格が上昇するリスクも残ります。さらに一部の国では、通貨安による輸入インフレが悪化することも考えられます。

政策の観点からは、インフレが徐々に沈静化し、経済成長も鈍化することで、さらなる金融引き締めが求められる可能性が低くなります。当社の基本シナリオでは、2023年3月以降、FRBに予想外の動きがない場合は、ほとんどのアジア新興国において中央銀行は金融引き締めを中断すると見ています。他方、各国が新型コロナウイルス感染症流行時に実施した財政支援の大盤振る舞いを終了していくことから、財政再建が徐々に進むものと予想されます。経済が減速し、成長率の下振れリスクが大きいことから、財政再建は間違いなくゆっくりとしたものになるでしょう。

2023年に、タイでは総選挙、インドでは地方選挙が予定されています。一般的に、政府は引き続き、新型コロナウイルス流行による損失を回復すべく経済再開を追求するものと考えられています。ただし、さらに地政学的緊張がグローバルに高まった場合、コモディティ価格が現在よりも上昇し、リスク回避志向が高まることも考えられます。これは、すでに対外ポジションが脆弱なアジア諸国にとってリスクとなります。

中南米：不都合な現実



ルイス・ロペス=ビバス
 コノミスト（中南米）
 マクロリサーチコア・インベストメント

主なポイント

- 2023年は外部環境が芳しくなく、成長が減速する見込みですが、2024年は成長が再度加速するでしょう。
- 中央銀行は来年下期にも金融緩和策を始めることができると思われます。
- 政策が不透明なため、投資家心理は冷え込むと考えられます。

地平線に暗雲

中南米諸国は相当程度の金融・財政引き締めに取り組んできていますが、多くの国において今年の経済成長は予想を上回るものとなっています。コモディティ価格の高騰、米国の輸入好調、サービスセクターの力強い回復等、様々な要因が重なり、2022年の中南米経済成長は世界経済成長率の3.2%を上回る3.5%に達するものと思われます。しかし、外部環境は今後さらに不利になるものと考えられ、来年の中南米諸国の成長率はトレンドを下回るなど、現実是不都合なものとなりそうです。中南米諸国の主要な貿易相手国は米国と中国ですが、来年は両国ともに低成長になる見込みで、中南米諸国の重要な成長エンジンであるコモディティ価格と海外からの送金のいずれも大きな影響を受けそうです。同様に、世界的な金融引き締めの結果、中南米諸国に流入する資金がさらに減少し、国、企業を問わず資金調達コストの増加が見込まれます。国内では、金融・財政両面で引き続き引き締め政策が取られます。さらに、個人消費も高インフレの影響を受けて勢いを失い、政策の不透明さは投資にマイナスとなります。以上から、2023年の中南米諸国の成長率は1.7%に減速し、2024年にはトレンドに復帰して2.4%成長を達成するものと見ています。

慎重な金融政策を予想

初期段階での物価上昇率が高かったため、すでに大部分の国においてインフレはピークを過ぎ減速し始めています。しかし、金融引き締めが遅れて影響を与えること、エネルギーや食料価格がコア物価に転嫁されるなどの二次的影響があることから、2022年のインフレはほぼ年間を通して目標数値を上回るものと考えます。インフレが長引くことや、FRBの政策が金融引き締めサイクルにあることから、中央銀行は金融政策緩和に非常に慎重になる必要があります。2022年下期に入るまでに、チリとブラジルが先頭を切って政策金利引き下げに動くことが予想されます。ブラジルは2021年3月に他国に先駆けて利上げを開始し、同国のインフレ率は明確に目標レートに近づきつつあります。チリは景気後退に陥る可能性が高く、中央銀行が政策緩和に向かう動機となるでしょう。メキシコとコロンビアは、金融緩和面では後発となり、利下げ開始は2023年10-12月期まで待つことになりそうです。コロンビアでは経済が活況であることから、インフレはいまだに高水準にあります。メキシコでは、資本流出を防ぐため、FRBがよりハト派的

スタンスを取るまで利下げは待たざるを得ないと思われます。

政策の不確実性が投資に悪影響

選挙の時期は終わったものの、中南米諸国全般において政策が非常に不確実な状況が続くものと思われます。コロンビアとブラジルでは、いずれも左派の大統領候補が勝利し、気候変動や社会的不平等対策を取るとしています。しかし、両国ともに、こうした計画を現実的なものとする青写真を描くに至っておらず、投資家心理に悪影響を及ぼしています。コロンビアでは、グスタボ・ペトロ大統領が同国にとって重要な石油産業廃止を約束していますが、同セクターが生み出す収入を代替する手段は提示していません。ブラジルでは、債務がGDPの90%近くに達しているにもかかわらず、ルイス・イナシオ・ルーラ・ダ・シルヴァ次期大統領は財政規則を撤廃し、政府支出を増額して社会的不平等に対処する計画です。他方、チリでは、憲法改正案が9月に国民投票で否決された後も憲法改正論議が行われており、新憲法制定プロセスがいつ、どのような形で決着するのか、重要な鉱業政策や財政政策にどのような影響が考えられるのか、などの不確実性が生じています。最後に、ペルーでは、ペドロ・カステージョ大統領が窮地にあり、弾劾審議を二度にわたって切り抜けたものの、来年も権力の座を維持できるかどうかは不明です。

見通しに関するリスク

今後の見通しですが、当社予想のリスク・バランスについては、下振れリスクの方が大きいと思われます。米国の景気後退や新型コロナウイルス感染症によるロックダウンなどによる中国の景気減速が想定を上回る場合、コモディティ価格は大きく下落し、海外からの送金も減少するでしょう。さらに、FRBがタカ派的スタンスを強めれば、債券利回りが大幅に上昇し、中南米諸国のすでに脆弱な財政状況はさらに悪化するでしょう。国内面では、引き続きインフレで個人消費が大きく減少し、中央銀行は金融政策緩和に踏み出す時期を遅らせざるを得なくなるでしょう。同様に、景気減速下の高インフレは中南米諸国において社会不安を引き起こしかねません。上方リスクに関しては、戦争が続き、中国との緊張が高水準で推移する場合、中南米諸国は「ニアショアリング」のメリットを受ける可能性があることです。さらに、新型コロナウイルス感染症流行下でデジタル化が進んだ結果、生産性が想定以上に向上している可能性もあります。

為替：輝きを失いつつある米ドル

ロマン・カバツソン
 ソリューション・ポートフォリオ・マネジメントチームヘッド
 マルチアセットコア・インベストメント

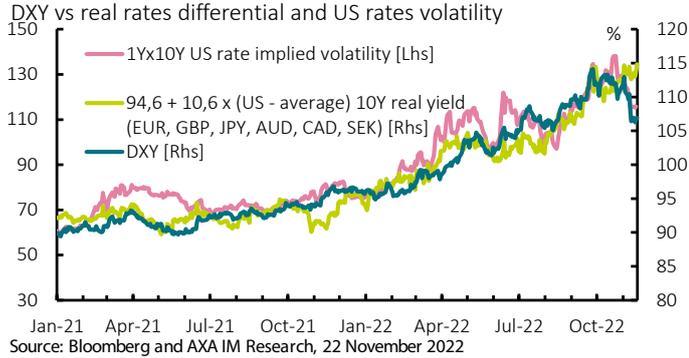
主なポイント

- FRB が方針を変更する時期は確実に迫っており、米ドル高の動きに変化が見られると思われま。ただし、暴落といった事態にはならないでしょう。主として日本円がメリットを受けると思われます。
- ハードランディングを回避できれば、高ベータ通貨も反騰するとみられます。
- ユーロと英ポンドは新たな構造問題に直面しており、解決には時間がかかると思われます。
- 中国は、新型コロナウイルス感染症対策の収束が困難であること、また世界的な需要軟化を受け、反騰は遅れるものと思われま。

世界が FRB に注目

2022 年の主役は米ドルでした。新型コロナウイルス感染症流行後の経済再開やサプライチェーンのボトルネック、ウクライナにおける戦争の影響を受け、主要各国の中央銀行は金融政策引き締めにかざるを得ませんでした。しかし、米国経済は経済循環のタイミングが他国よりもはるかに良好であり、国内インフレ圧力が非常に高いこと、輸入エネルギー価格高騰の影響が他国ほど重大ではないこと等から、引き締めも厳しいものとなりました。世界的に金融緩和政策が一斉に転換されたことにより、世界の経済成長やバリュエーションに関する懸念が高まり、セーフヘイブンへの資金の流れが発生しました。この二要因がドルを下支えし、他通貨間の差別化にはほとんど至りませんでした。

Exhibit 14: 米ドルを動かしているのは実質金利か、ボラティリティか



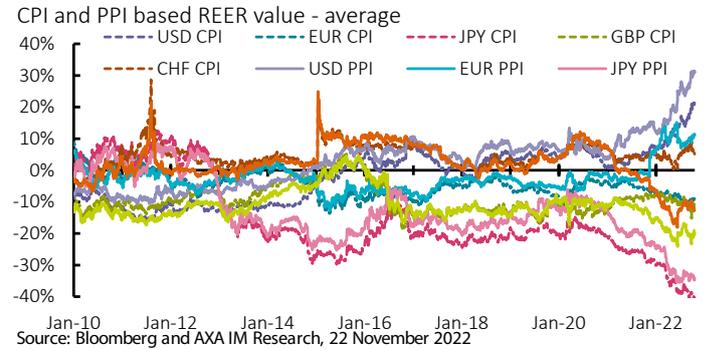
世界は米国におけるインフレ圧力軟化の兆しを見逃さないように米国を注視しています。FRB の方針転換につながるものが考えられるからです。断言することは困難ですが、その時期が迫っているのではないのでしょうか。ただし、これが米国の実質金利急落につながることは考えにくい状況です。世界的インフレ圧力の状況を反映し、他国の中央銀行に対する期待感も変化するためです。ただしリスクセンチメントが改善し、金利動向の

不確実性が低下すると、これは米ドルにとっての課題となるでしょう (Exhibit 14 参照)。

日本円が輝くとき

10 月の米国消費物価指数 (CPI) インフレレポートは今後の動向を垣間見せてくれました。リスクセンチメントが回復し、高ベータ通貨がメリットを受けたのです。日本円が好調でしたが、これはそもそも日本円が過小評価されているのみならず、日銀への期待が抑えられており、実質金利差は日本円に有利な方向に動かざるを得なかったのです (Exhibit 15 参照)。

Exhibit 15: ユーロは PPI 比で割高、日本円はあらゆる指標で割安

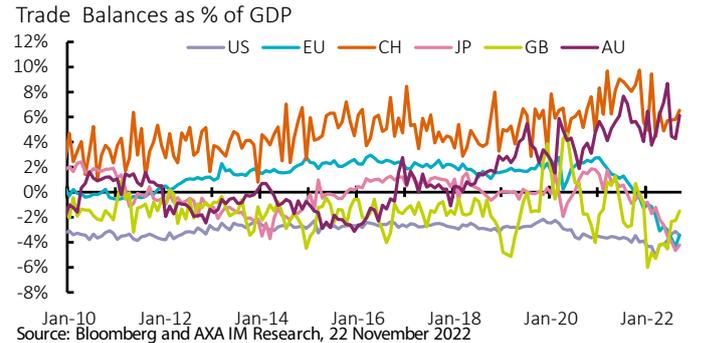


とはいえ、ごく短期間ですが、市場の反応はやや行き過ぎのように見えます。インフレの減速を確認するにはより多くのデータが必要であり、FRB はそれまで決定を先延ばしすると思われま。短期的なドル反発の後、2023 年は円高を予想しま。日銀の黒田総裁が 4 月に任期終了を迎えるため、市場がタカ派的予想をする余地が若干あります。国内経済に目をやると、経済活動再開による需要増が予想されるほか、追加的な財政支援も実施されています。

エネルギー価格の「重力場」に捉えられる

ウクライナにおける戦争の地政学的結果として、エネルギーコストに恒久的な圧力がかかり、EU や英国はそのエネルギー依存先を変更せざるを得なくなっています (Exhibit 16 参照)。

Exhibit 16: エネルギー輸入大国は貿易収支が悪化

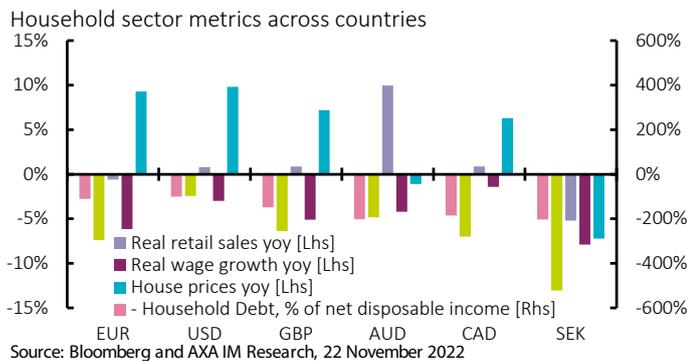


特にEU製造業の競争力が問題となっています。PPIインフレ率の急上昇で、ユーロは割高とされる領域に突入しており、エネルギー輸入価格高騰と輸出減で貿易収支も悪化しています。英国の双子の赤字は、9月には流動性環境の悪化で大問題であることが判明し、景気後退局面であるにもかかわらず、英国政府は財政引き締め政策を取らざるを得なくなりました。このように構造的弱点を抱えていることから、ユーロと英ポンドは2023年にドルが軟化しても、享受できるメリットはわずかなものにとどまりそうです。スイスはエネルギー依存度が低めであることから、スイスフランのパフォーマンスはユーロや英ポンドを上回るでしょう。

「ブラックホール」シナリオ

FRBが方針転換した場合、リスクセンチメントが好転することになりますが、これは高ベータ通貨へのメリットが大きいのと思われます。オーストラリア、カナダ、ノルウェーはエネルギー価格の上昇で輸出が好調であり、オーストラリアは貿易収支の黒字を計上するに至っています。しかし、この三カ国は家計の債務比率が相当高くなっており、住宅ローンの金利が上昇した場合にハードランディングに至るリスクも高くなっています。対照的に、EUと米国では、住宅ローンは満期まで金利が固定されているものが大半です。オーストラリアとスウェーデンでは家計の債務水準が高く、また、住宅ローンも変動金利ものの比率が非常に高いため、特にリスクが高くなっています。オーストラリアではこれまでのところ需要が好調で、ショックを相殺することができますが、スウェーデンの家計はあまり健全に見えず、住宅価格はすでに大きく下落しています(Exhibit 17参照)。このため、スウェーデンクローナは他の高ベータ通貨の後塵を拝するものと思われる。

Exhibit 17: 上昇する住宅ローン利率:スウェーデンの家計には大きな痛み



「真空ハッチ」を通じた中国のゼロコロナ政策

FRBと中国人民銀行の政策差異により、2022年は人民元が下落しました。不動産レバレッジ解消に向けた動きが続いており、資金流入復活の妨げになっていますが、これにより人民元下落の傾向は今後も続くでしょう。中国はゼロコロナ戦略の見直しを検討していますが、適切なワクチンや免疫無しでの経済再開は困難なものとなるでしょう。また、世界的に需要が軟化することや、経済活動再開に伴い輸入が増えることから、貿易収支にかかる圧力も強まりそうです。人民元は対ドルでこそ減価しているものの、中国外貨取引センターの通貨バスケットに含まれる他通貨に対しては引き続き元高となっており、人民銀行も多少の元安は許容することが考えられます。

クロスアセット：債券の年



グレゴリー・ヴェニゼロス
マクロ&クレジット・ストラテジスト
マクロリサーチコア・インベストメント

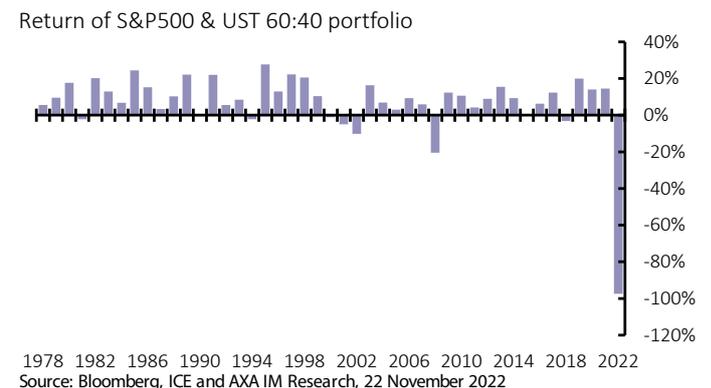
主なポイント

- 金利は過去15年間で最も高い水準にあり、投資家は低リスクで高利回りを享受することができます。このため、2023年は債券投資でプラスリターンが確保できそうです。
- よく知られている60/40(株式と債券の比率)ポートフォリオは過去45年間で下から二番目のパフォーマンスとなりました。従来の例では、大きなマイナスの年の後にはパフォーマンスがプラスの年が数年続いています。

数十年に二度のポートフォリオパフォーマンス

金融政策は科学というよりも芸術であることが多々あります。一般論として、利上げは成長を抑え、インフレを鎮める効果があるということですが、その正確なメカニズムや時期は自明とも言えません。米国において、ここ1年のFRBの利上げ回数は、1980年代初頭以来、ほぼ見たことのない回数に達しつつあります。これはインフレ抑制に十分であり、また、利回りが過去15年間で最も高い水準にあることから、2023年は債券投資で良好なリターンを達成すると思われる。投資家は近年に見られないほど低リスクで高利回りを享受することができ、債券市場のリターンが3年連続でマイナスになるという事態もほとんど考えにくいものです。市場流動性、中央銀行のバランスシート縮小、デフォルトや格下げのリスクなどの懸念こそありますが、2023年は債券の年になるでしょう。

Exhibit 18: よく知られている60/40ポートフォリオは過去45年間で下から二番目のパフォーマンス



60%を株式に、40%を債券に投資する60/40ポートフォリオは、過去45年間で下から二番目のパフォーマンスとなりました(Exhibit 18参照)。歴史的に、2002年や2008年などのパフォーマンスが「マイナス」の年の後にはプラスの年が数年続いており、株式が二桁台後半の暴落を演じない限り、2023年もプラスのパフォーマンスが期待できるのではないのでしょうか。

金利：影と光



アレックスandro・テントリ
 AXA IM 南欧 CIO、金利ストラテジスト
 マクロリサーチ・コア・インベストメント

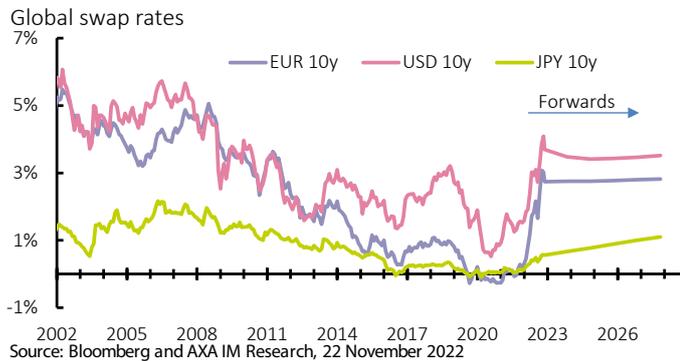
主なポイント

- 債券市場は二種類のまったく異なる環境間の移行期にありました。
- この低インフレ環境から高インフレ環境への移行期は、投資家にとってストレスの多い時期でした。
- 高インフレ状況に対処すべく、中央銀行は積極的な政策スタンスを取りました。
- 今後は、債券投資家にとって中央銀行のバランスシート変化が大きなリスク源となるでしょう。
- プラス面として、投資家は短期リスクフリーレート 4.5% 程度でポートフォリオ構築ができそうです。

移行はすべてストレスを伴う

債券市場、特に金利市場は、2022年に大きなストレスにさらされました (Exhibit 19 参照)。投資家は二種類のまったく異なる環境間の移行期に直面しました。従来、投資家は金利が低く、ボラティリティも低く、インフレはほぼゼロで、金融政策によりかつてない規模のサポートを受けられる環境に身を置いていました。しかし、今や正反対の状態に直面しています。インフレは数十年ぶりの高水準にあり、中央銀行は積極的に利上げをおこない、ボラティリティは大きく揺れています。移行期においては、それがどのようなものであれ、ストレスや不確実性が大きくなり、市場流動性や、場合によっては市場の機能そのものが影響を受けることもあります。今回の移行はどの程度の期間、続くのでしょうか。

Exhibit 19: 債券投資家には大変な一年



インフレ予想は楽観的すぎるか

市場関係者や中央銀行は、数四半期にわたってインフレリスクを過小に見積もってきました。このことは、極めて大規模な利上げや高い市場変動リスクが証明しています。つい最近になって、今回のインフレ発生の原因についての集団理解が向上したことから、このインフレに対する

認識に変化が見られるようになりました。とはいえ、市場ベースのインフレ予想は「信頼できるディスインフレーション」仮説を反映して作られてきており、それは今も変わっていません。これは、おそらく中央銀行が際限のないインフレ予想を阻止すべく努力した直接の結果なのです。市場ベースの米国インフレ予想が2%に収束するまでの速度は、原油先物価格から合理的に予想される速度を超えていました (Exhibit 20 参照)。欧州や英国では若干様相が異なります。特に、インフレの質が異なるのです。ユーロ圏のインフレは米国のインフレに比べて金利政策に対する感応度が低いようで、このため、FRBは欧州中央銀行よりも有利な立場にあります。欧州のインフレは、生産者価格圧力がインフレパイプライン中を伝播するにつれ、さらに高い方向に押し流されるリスクがあります。

Exhibit 20: 市場曰く、インフレ前線異常なし

Market-based inflation expectations



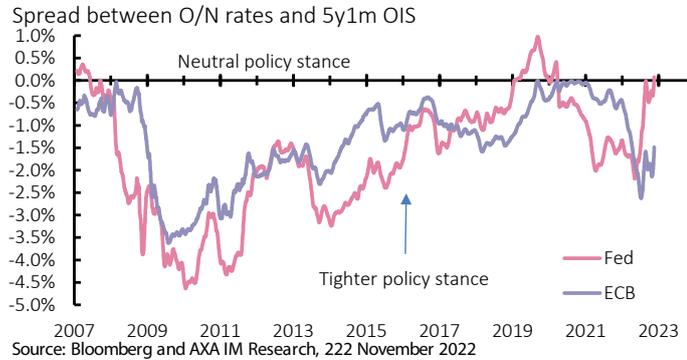
Source: Bloomberg and AXA IM Research, 22 November 2022

金利予想を評価する：中立点はどこにあるのか

金融政策スタンスを評価する作業は容易なものではありませんが、超低金利／マイナス金利かつ量的緩和が長期にわたって続いた後ではさらに困難です。過去、平衡実質金利モデルがいくつか提唱されてきましたが、それぞれ独自の課題を抱えています。さらに、アナリストは平均インフレ率を自身で判断しなければなりません。これは必ずしも中央銀行の目標を反映したものとは限りません。例えば、ユーロの統合消費者物価指数は、2009年から2020年にかけての年次変動率は平均で1.3%にすぎません。単純な市場ベースのアプローチは、まず間違いなく批判を受けることになると思われますが、金融政策のスタンスを容易に知ることができます。Exhibit 21では翌日物金利と5年先1カ月 OIS 金利を、景気サイクルを通して「中立的な」名目金利の代表として選択し、その差を示したものです。金融緩和・マイナス金利期間にはもはや論議の必要もありませんが、それ以後、今日までの状況は、中央銀行2行のストーリーを語っています。すなわち、FRBは欧州中央銀行に数カ月先立って金融引き締めサイクルに入り、中立的な金利レベルを超える金融政策を推し進め始めました。もちろん、現時点でFRBが方針を転換するというではありませんが、「あまりに後れをとる事態を避けるためにはとにかく利上げを」といったメンタリティから、データや予想に基づく伝統的なアプローチに変化した可能性はあります。他方、欧州中央銀行は中立的スタンスにまだ達していないように思われます。もしインフレが不快なほどの高水準にとどまる場合、景気サイクルの状況とは無関係に、インフレ損益分岐点 (インフレに

連動しない名目債とインフレ連動債の利回り格差) への圧力を継続する必要があるかもしれません。

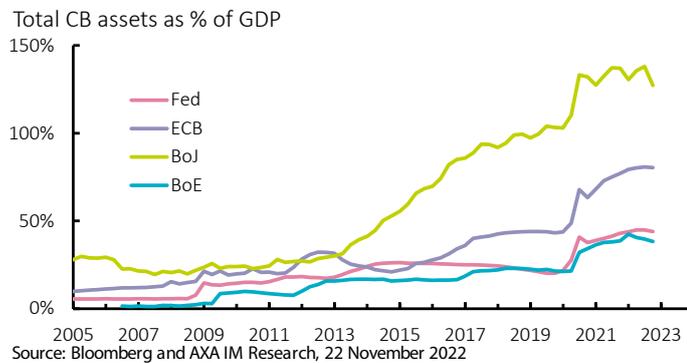
Exhibit 21: 金融政策のスタンス



中央銀行のバランスシートとタームプレミアム

その他の条件が等しい場合、今後 12 ~ 24 カ月は量的緩和期に確立された需給バランスの維持は困難なものとなりそうです。各国の国内・域内市場ではほとんど絶対的な中央銀行の役割は、ゆっくりとではあるものの、時とともに薄れていき、既存の投資家ベースには圧力がかかることになりそうです (Exhibit 22 参照)。しかし、純供給が大幅超過から大幅不足に変化すると、重要な疑問は、誰が買うのか、どのくらい買うのか、どのような値段で買うのか、ということです。

Exhibit 22: 新たな需給バランスを求めて

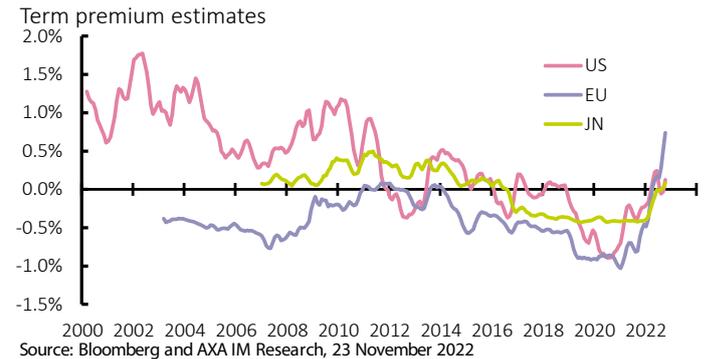


すでに一部の市場セグメントでは流動性の問題と短期的な機能不全が発生しており、担保が入手困難であることから欧州国債とスワップ (二者間の資産またはキャッシュフローの交換契約) 間の相対値付けに影響が出ています。欧州中央銀行が方針を変更し、ハイクオリティ債券を市場に放出すれば、担保の入手難さはほとんど自動的に解消するでしょう。もっとも、世界の国債市場における流動性の改善にはもっと時間がかかるかもしれませんが、これは銀行関連規制が近い将来変更されることはないと思われることも一因です。

「タームプレミアムのパズル」、すなわち国債のタームプレミアム (短期債の代わりに長期債を保有することに伴う上乘せ金利) が高い金利にも高いボラティリティにも反応しないように見える理由は、おそらく中央銀行のバランスシートの力学で説明できそうです。理論的には、金利や

利回りが高く、動きが速い場合、投資家はデレージョンリスクに対して高い代償を求めるべきなのです。欧州国債に関してはこのことが当てはまっているようですが、当社の計算では、米国国債市場にはまだこのことは当てはまっていません (Exhibit 23 参照)。これを説明する説の一つに、FRB は均質な債券市場からデレージョンを抜き取るのに対し、欧州中央銀行は異質な債券市場からデレージョンを抜き取っている、というものがあります。

Exhibit 23: タームプレミアムのパズル



2023 年の見通し

どちらかといえば、2023 年は一定の確実性で始まることでしょう。つまり、インカムが投資家の資産配分に作用します。利回りがマイナスの債券の市場価値は、2020 年末にはグローバル総合指数のほぼ 27% を占めていましたが、現在は高々 3% にまで激減しています。言い換えれば、2020 年末に短期リスクフリー利回りが 0.15% ほどであった時点で投資ポートフォリオを組み上げる作業と、現在の短期リスクフリー利回りが約 4.5% という状況で投資ポートフォリオを組み上げる作業はまったく異なるということです。

残念ながら、2023 年もまた、インフレや景気サイクル、中央銀行の対応機能やバランスシート縮小スピードなどの未知数がいくつか存在します。現時点でこうした未知数を定量化することは困難とされますが、幸いにもすでにレーダーで捉えているという意味で「既知の」未知数であると言えます。未知の未知数を除けば、非対称な政策ミックスも債券市場へのリスク要因となるかもしれません。拡張的財政政策や制限的金融政策の問題点は、今年の英国のみならず、カーター大統領時代末期の米国市場でも見られたものです。

クレジット：楽観主義者のフィルムノワール



グレゴリー・ヴェニゼロス
 マクロ&クレジット・ストラテジスト
 マクロリサーチ・コア・インベストメント

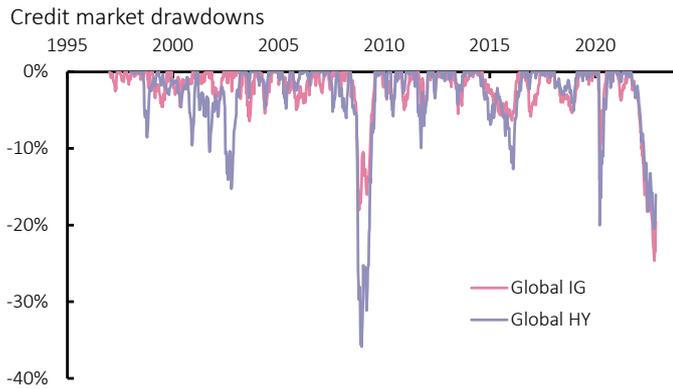
主なポイント

- 2022年のクレジット市場、特に投資適格債市場は、嘆かざるをえない暴落でした。一般に、こうした状況の後には、それなりのリターン回復が期待できるものです。
- 金利の異常とも思える上昇、インフレショック、景気後退リスクの上昇等にもかかわらず、スプレッドの回復は力強いものでした。健全なバランスシートの賜物です。
- デフォルト予想が上昇し、ハイイールド債の価格が圧迫されています。超過スプレッド面では、米国銘柄よりも欧州銘柄に割安なものが多くみられます。

大幅なドローダウンで魅力的な買い場に

2022年、苛烈な金利上昇が原因とまでは言わないものの、これに伴ってリスク資産の価格が下落し、債券投資で嘆かざるをえない損失が発生したケースがあります。これは、ハイイールド債に比べてデュレーション感応度の高い投資適格債で特に顕著でした。今年10月後半、世界の投資適格債の価格は25%程度下落し、これは世界金融危機時に比べて1.5倍も大きな値下がりでした (Exhibit 24 参照)。対照的に、ハイイールド債の下落幅は、世界金融危機時の半分程度にとどまっています。

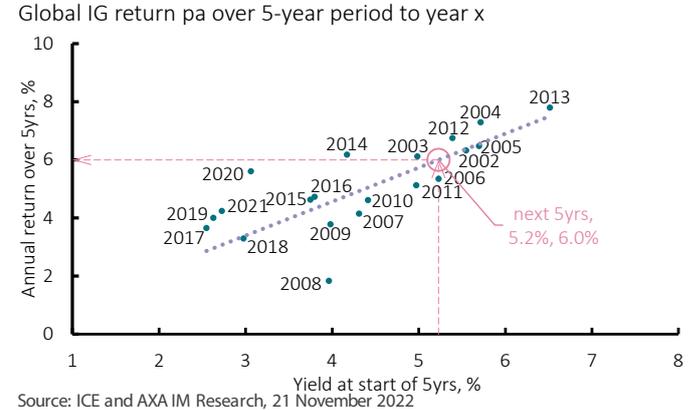
Exhibit 24: 2022年のリターンのドローダウンは強烈なものであり、投資適格債では過去最悪



過去の例を見ると、大幅下落後の12カ月間は大幅な反発となる例が多くみられます。もちろん、過去の実績は将来の結果を保証するものではありませんが、例えば、グローバル投資適格債の場合、今年11月中旬までにスプレッドが100ベースポイントから161ベースポイントへと60%も拡大しています。他方、利回りは同期間に1.85%から5.2%へとほぼ三倍に上昇しています。歴史的に、グローバル投資適格債の利回りが5.2%の場合、その後5年間の投資リターンは年率6%となって

います (Exhibit 25 参照)。グローバル投資適格債インデックス発表開始後の平均リターンは年率4%でした。

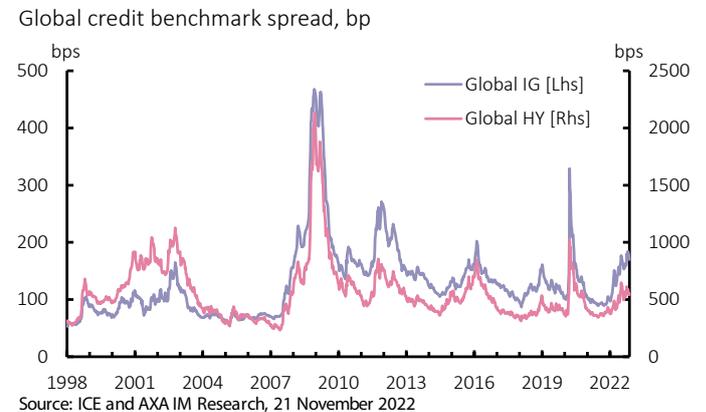
Exhibit 25: 現状のクレジット利回りは過去を見ても非常に魅力的



グローバルスプレッドは景気後退を織り込んでいない

2022年、クレジットスプレッドは否応なく拡大しましたが、金利の異常とも思える上昇、インフレショック、景気後退リスクの上昇等と比較すると、回復は力強いものでした。立ち直りの早い企業バランスシートのファンダメンタルズ(スプレッド拡大を抑える)とマクロ経済面と政策面の強烈な逆風(リファイナンスコスト上昇、厳しい銀行融資等)の綱引き状態です。グローバル投資適格債の四半期平均スプレッドは160ベースポイントであり、世界のGDP伸び率が0%であることから歴史的に推定されるレベルの半分に過ぎません (Exhibit 26 参照)。これは、次四半期のGDP成長率が3%に達することを暗示しています。ただし、ユーロ圏投資適格債は例外であり、四半期平均のスプレッドが205ベースポイントであることから、2023年1-3月期のGDP成長率がマイナス0.4%であることが暗示されています。これは欧州が他地域よりもさらに強いマクロの逆風にさらされていることと符号しています。

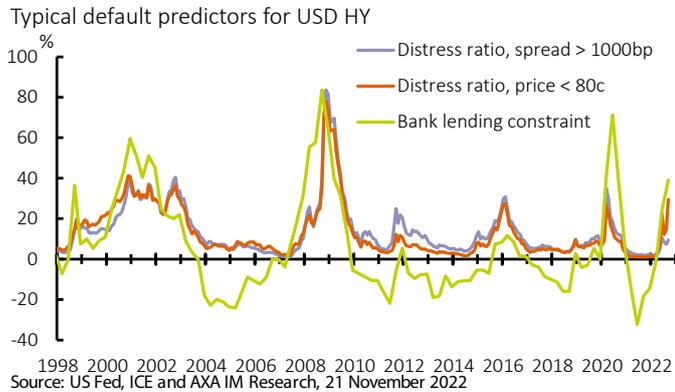
Exhibit 26: グローバルスプレッドは拡大したものの、大きな景気後退リスクを示唆するレベルには達していない



デフォルト見通しは悪化したものの対処可能

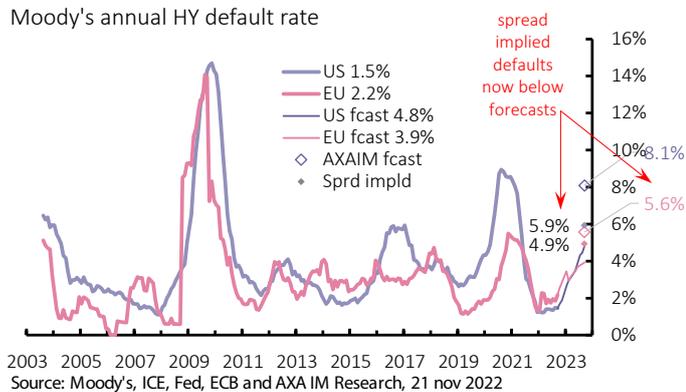
ハイイールド債のデフォルト予想は、2022年初頭は非常に低かったものの、現在は長期平均よりも多少悪化しています。利回りやクロスアセットのリスクプレミアムが大きく上昇するなど、デフォルト予想の悪化は主として夏季に起こりました。銀行貸出基準など、デフォルトに関する主な予測指標が悪化しています（Exhibit 27の緑線参照）。インデックスの平均利回りと平均クーポンの差を示すリファイナンスギャップや価格ベースの債券ディストレスレシオなど、金利リスクを構成する予測指標も同様です（Exhibit 27のオレンジ色の線参照）。対照的に、スプレッドベースの債券ディストレスレシオは、比較的良好に抑えられています（Exhibit 27の青線参照）。

Exhibit 27: デフォルトに関する予測指標が悪化しており、価格ベースのディストレスレシオなど金利リスクに関するものが特に悪化



デフォルト予想指標の悪化により、現在のスプレッドレベルが暗示するデフォルトレベルを上回る水準までモデル予想デフォルト率が上昇しています。このため、様々なハイイールド債においてバリュエーションはもはや割安とは言えない水準となっています。Moody's社の米国・欧州ハイイールド債指数（Exhibit 28参照）や、ICEの米ドルハイイールド債ベンチマークがこれに該当します。ICEのユーロハイイールド債ベンチマークは例外で、当社の見方では、現在でも100ベーススほど割安に思えます。

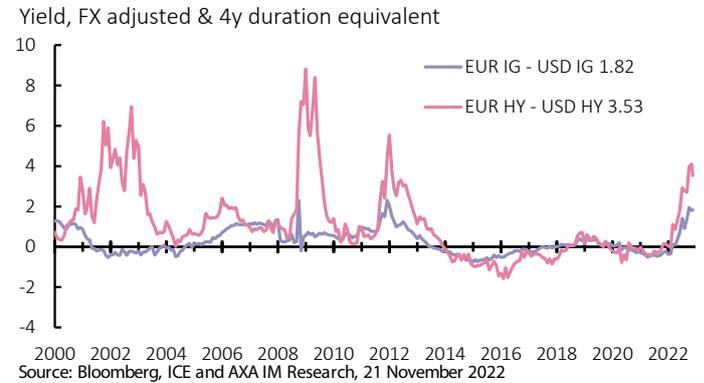
Exhibit 28: デフォルト予想が上昇、大半のハイイールド債はバリュエーションが割安とは言えなくなっている



相対価値で見ると欧州クレジットが有利

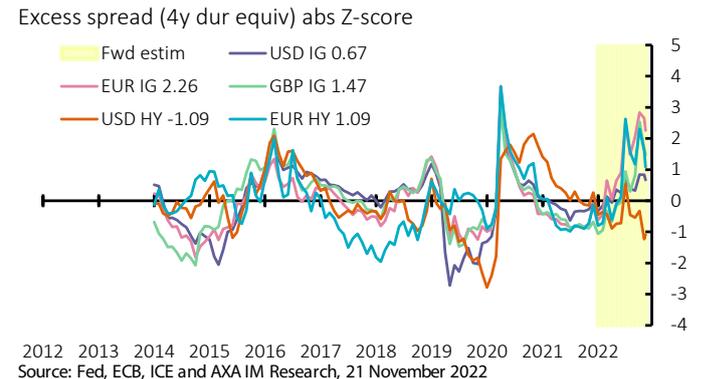
ロシアのウクライナ侵攻による重度なエネルギーショックにより景気後退リスクが生じ、欧州トップクレジット銘柄の相対価格は他地域に比べて時を置かず影響を受けました。（米国ベンチマークが欧州ベンチマークよりも残存期間が大幅に長い）デュレーションのミスマッチに対して利回りを正規化し、さらに通貨ごとのヘッジコストを差し引くと、ユーロ建て債券はドル建て債券に比べ、利回りが相当高くなっており（Exhibit 29参照）、投資適格債では2%弱と史上最高に近い水準に、ハイイールド債ではおよそ3.5%とユーロ圏債務危機以来では最高水準に達しています。

Exhibit 29: デュレーションと通貨ヘッジコストに対して調整すると、ユーロ建て銘柄はドル建て銘柄に比べ歴史的にも非常に高い水準の超過利回りとなっている



クレジットリスクのみ（利回りではなくスプレッド）で市場間の相対価値を決定するためには、名目スプレッドからクレジット損失を差し引いた超過スプレッドを比較します。クレジット損失は、ハイイールド債のデフォルトや、投資適格から不適格へと格下げされた「フォーリンエンジェル（墮ちた天使）」企業によるものです。デフォルト予測指標では、今後12カ月のデフォルト予想がわかります。他方、購買担当者景気指数では、「フォーリンエンジェル」に関する予測がわかります。長期平均からの乖離である超過スプレッドを正規化すれば、「序列」の相対価値が得られます（Exhibit 30参照）。米ドル建てハイイールド債は割高である一方、最も割安なものはユーロ建て投資適格債で、以下、英ポンド建て投資適格債、ユーロ建てハイイールド債、ドル建て投資適格債と続きます。

Exhibit 30: 投資適格債とハイイールド債の超過スプレッドを見れば、米ドル建て債券に対するユーロ建て債券の相対価値がわかる



株式：逆風下の反騰見通し



エマニエル・マコンガ
 インベストメント・ストラテジスト
 マクロリサーチコア・インベストメント

主なポイント

- 株式市場は暴走状態のインフレに外因的要素と弱い経済予測が相まって大きな影響を受けました。
- 金融引き締めは、水準、方向性ともに今後も株式市場に影響を与えられそうです。
- 株式市場は、景気後退期にはマクロ経済の回復を期待する傾向が見られますが、2023年に予想される刺激策が遅延する環境において、反発の可能性は期待ほどではないかもしれません。

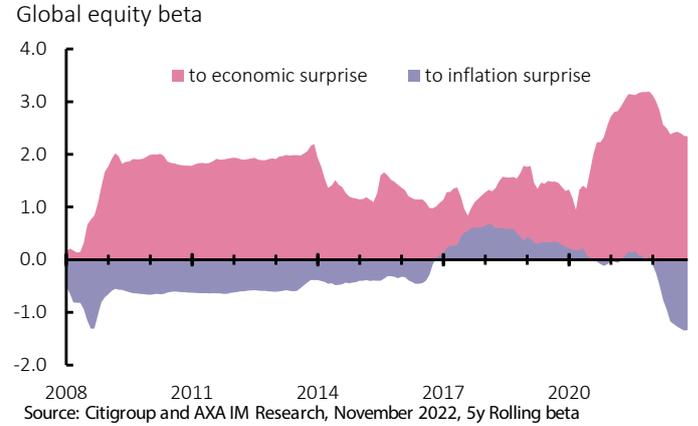
予想外の出来事でプロセスが加速

2022年は、株式市場の3年連続のプラスリターンが途切れるなど、間違いなく特別な年でした。本稿執筆時点で、年初来の投資実績はマイナス13.8%と2008年の世界金融危機以来最悪となっています。この下落はいくつかの問題で説明できますが、当社の注意を引いたは以下の二点です。第一は、金融引き締めサイクルが始まったことで、成長見通しにマイナスのトレンドが生じました。第二はロシア・ウクライナ戦争で、これによって二つの影響が生じました。一つは投資家センチメントで、投資家は戦争のもたらす不確実性を嫌ってリスク資産から安全資産へと投資先を変えました。二つ目はインフレへの影響で、これはロシアとウクライナの両国ともにコモディティを世界に供給している資源大国であるからです。この高インフレ体制と金融引き締めが経済成長に及ぼす影響は株式市場にとって好ましくないものでした。

今年、プラスのリターンをもたらした唯一のセクターはエネルギーです(+47.4%)。コモディティ価格の高騰もあって、エネルギーセクターの企業収益は大きく増加し、その幅は年間を通して上方修正され(+99.8%)、年間を通してそのバリュエーションが魅力を失うことはありませんでした。エネルギーセクターの投資実績がよかったため、グロス(-23.6%)からバリュー(-3.1%)への転換が起きました。後者は、デューレーションが長めに偏っていることから、金利上昇の影響を大きく受けました。最後に、ディフェンシブ戦略(+3.2%)は、ヘルスケアと生活必需品の継続した収益に支えられて、持ちこたえられました。

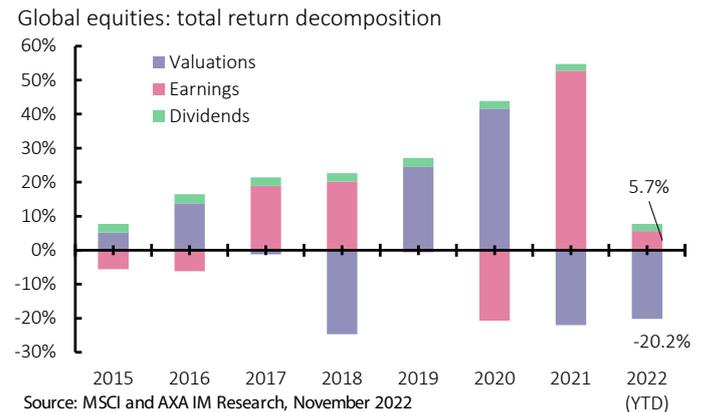
今年には明らかにインフレが市場を動かす原動力でした(Exhibit 31参照)。インフレへの驚きに対する(マイナスの)ベータは年間を通して上昇し、現在は史上最低水準に達しています。つまり、株式が過去に例を見ないほど大きくインフレのニュースに反応しており、インフレに関するデータが発表されると市場が大きく動いている、ということです。

Exhibit 31: インフレが市場を動かす主役



インフレ状況が不確実なため、中央銀行はタカ派色の強い政策を取り、債券市場では投げ売りが発生しました。この結果、金利が上昇し、株式価値が機械的に低下しました。つまり、今年の株式市場調整の主たる要因はバリュエーション調整であり(-19.5%)、利益は+5.7%とかなりよく持ちこたえているのです(Exhibit 32参照)。しかし、この利益の抵抗力が来年も続くとは考えていません。当社では、来年は欧州や米国で景気後退が起こるなど、先進国の経済成長見通しを0%程度と考えており、市場コンセンサスとなっている一株当たり利益の増加率は楽観的過ぎるよう思えます。したがって、市場調整は未だに完了しておらず、マクロ経済のさらなる悪化が始まれば、株式市場はさらに大きく値を下げる可能性があると考えています。

Exhibit 32: 利益回復が下落を和らげる

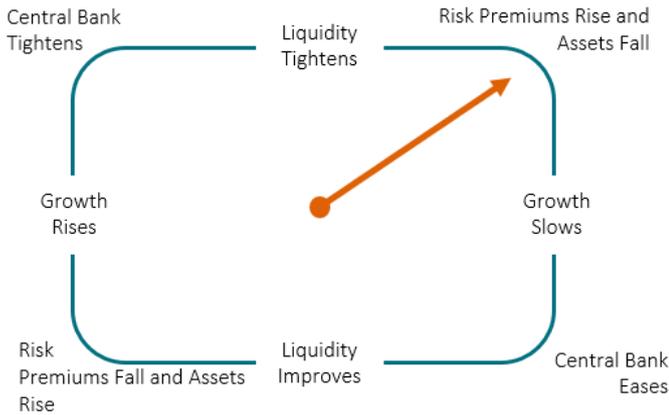


金融状況見通しのサポートは限定的

伝統的な流動性サイクルによれば、資金はキャッシュから資産へ、そして資産からキャッシュへと配分されます。現在は資産価格が下落中であり、リスクプレミアムが上昇中です(Exhibit 33参照)。しかも、次のステージ、すなわち中央銀行による金融緩和にどのような道筋で到達するのか定かではありません。市場のコンセンサスは、2023年上期に金利が上限水準に達するというものですが、金融政策緩和がもっと

ゆっくりとしたものになるというリスクがあると考えます。さらに、中央銀行のバランスシート管理にもっと目を向けるべきだと思います。実際、2008年の金融危機以降に各国の中央銀行が用いてきた非伝統的手法による流動性供給が、ますます多くの国において逆転されつつあります。このように、すでに事実上流動性が吸い上げられている状況に追加的な量的引き締めが株式市場にのしかかり、当社の「さらなる下落」シナリオの可能性が高まります。

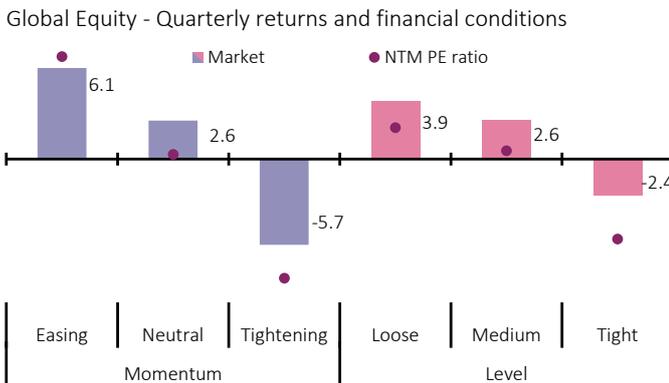
Exhibit 33: 資産にとって最適なスポットではない



Source: Bridgewater and AXA IM Research, November 2022

金融引き締めの速度は市場センチメントに大きな影響を与えていますが、金融状況のレベルもまた重要です。インフレは2023年中に目標に達するまで低下することはないという当社の基本シナリオでは、中央銀行がタカ派的スタンスを変更することは想像しにくいと言わざるを得ません。金融引き締め下では、今後12カ月間の傾向として、PERは3カ月平均でマイナス5.3%の調整になると思われる（Exhibit 34参照）。

Exhibit 34: 政策的制約の水準を見過ぐすべきではない



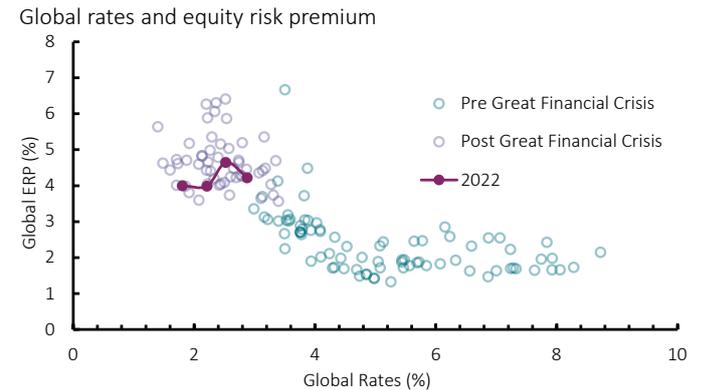
Source: MSCI, Chicago Federal Reserve and AXA IM, November 2022

状況は今後改善されると思われるが、これまでと同様ではない見込み

金融状況が予想よりも「長期間、タイト」で推移すると考える場合、

株式リスクプレミアム（ERP）の動向を検討しなければなりません。2008年の世界金融危機後、低金利環境によりERPは構造的に高い水準（金融危機前比+2.4%）となっており、現在は4%程度となっています（Exhibit 35参照）。この水準は今後、以下の二点を暗示しています。金利が高止まりすると予想されることから、ERPに上昇余地はほとんどありません。さらに魅力的な新規投資水準を求めようとするならば、それが得られる確率はかなり低いことでしょう。結論としては、今後の株式パフォーマンスは2008年の金融危機以降の水準を下回る可能性が高いと考えます。

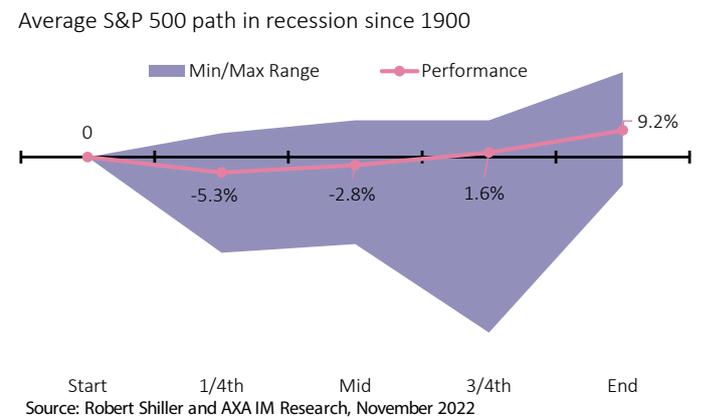
Exhibit 35: 金融危機以降の株式の活況は終焉へ



Source: Absolute Strategy Research and AXA IM Research, November 2022

株式市場は、景気の底で反発する傾向があり、その後の流動性改善に関する初期シグナルがこれを助けるケースも多く見られます（Exhibit 36参照）。今般、これが価格に織り込まれると、市場はある程度反発するでしょうが、2008年の金融危機後に比べるとずっと穏やかなものになるでしょう。当社のマクロシナリオを前提とすれば、2023年上期はディフェンシブとバリュウのパーベール型ポジション、市場の反発が予想される下期はシクリカルとグロースのパーベール型ポジションが合理的であると思われる。

Exhibit 36: 株式市場は景気後退終了に先んじて反発する傾向



Source: Robert Shiller and AXA IM Research, November 2022

予測サマリー

Real GDP growth (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
World	3.2		2.3		2.8	
Advanced economies	2.5		0.1		1.0	
US	1.9	1.7	-0.2	0.2	0.9	
Euro area	3.2	3.0	-0.3	0.0	0.9	
Germany	1.7	1.4	-0.6	-0.9	0.8	
France	3.6	2.5	0.0	0.3	0.6	
Italy	3.6	3.3	0.0	-0.1	0.6	
Spain	4.5	4.4	0.3	1.2	1.3	
Japan	1.6	1.5	1.7	1.5	1.3	
UK	4.3	4.1	-0.7	-0.3	0.8	
Switzerland	2.3	2.2	0.6	0.7	1.3	
Canada	3.2	3.2	0.3	0.6	1.1	
Emerging economies	3.6		3.5		3.8	
Asia	4.1		4.8		4.5	
China	3.0	3.2	5.0	4.8	4.8	
South Korea	2.3	2.6	1.5	1.6	2.0	
Rest of EM Asia	5.5		4.9		4.4	
LatAm	3.5		1.7		2.4	
Brazil	2.7	2.6	1.0	0.9	2.0	
Mexico	2.2	2.1	1.0	1.2	2.0	
EM Europe	0.5		-0.9		2.1	
Russia	-3.0		-3.8		2.0	
Poland	4.4	4.1	0.1	1.1	2.4	
Turkey	5.9	5.1	0.5	2.2	1.4	
Other EMs	4.5		3.6		3.6	

Source: Datastream, IMF and AXA IM Macro Research – As of 23 November 2022

CPI Inflation (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Advanced economies	7.5		5.0		2.7	
US	8.2	8.0	5.1	3.9	3.4	
Euro area	8.6	8.3	5.6	5.8	2.4	
China	2.1	2.2	2.3	2.3	2.5	
Japan	2.4	2.2	2.1	1.6	1.3	
UK	9.1	8.9	7.6	6.4	2.8	
Switzerland	2.8	3.0	2.0	2.3	1.3	
Canada	6.8	6.8	4.3	3.5	2.4	

Source: Datastream, IMF and AXA IM Macro Research – As of 23 November 2022

Central bank policy		Meeting dates and expected changes (Rates in bp / QE in bn)					
		Current	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23
United States - Fed	Dates		1-2 Nov 13-14 Dec	31-1 Jan/Feb 21-22 Mar	2-3 May 13-14 Jun	25-26 Jul 19-20 Sep	31-1 Oct/Nov 12-13 Dec
	Rates	3.25	+1.25 (4.25-4.50)	+0.5 (4.75-5.00)	unch (5.00)	unch (5.00)	unch (5.00)
Euro area - ECB	Dates		15 Dec	2 Feb 16 Mar	4 May 15 Jun	27 Jul 14 Sep	26 Oct 14 Dec
	Rates	1.50	+0.5 (2.00)	0.5 (2.50)	unch (2.50)	unch (2.50)	unch (2.50)
Japan - BoJ	Dates		19-20 Dec	17-18 Jan 9-10 Mar	27-28 Apr 15-16 Jun	27-28 Jul 21-22 Sep	30-31 Oct 18-19 Dec
	Rates	-0.10	unch (-0.10)	unch (-0.10)	unch (-0.10)	unch (-0.10)	unch (-0.10)
UK - BoE	Dates		3 Nov 15 Dec	2 Feb 23 Mar	11 May 22 Jun	3 Aug 21 Sep	2 Nov 14 Dec
	Rates	2.25	+1.25 (3.50)	+0.75 (4.25)	unch (4.25)	unch (4.25)	-0.25 (4.00)

Source: AXA IM Macro Research - As of 23 November 2022

政治・經濟日程

2022	Dates	Events	Comments
	Dec	China Central Economic Work Conference	
	6 Dec	US: Run-off Senate election in Georgia	Dem' s hold Senate maj
	13-14 Dec	FOMC Meeting	+50bps (4.25-4.50%)
	15 Dec	ECB Meeting	+50bps (DFR = 2%); comments on QT
	15 Dec	BoE Meeting	+50bp (3.50%)
	15-16 Dec	EU Summit	
	16 Dec	US: Continuing Resolution to avoid government shutdown ends	Extension likely
	19-20 Dec	BoJ Meeting	Unchanged (-0.1%)
2023	Dates	Events	Comments
January	Q1 2023	China Second Plenary Session of the 20th CPC Congress	
	17-18 Jan	BoJ Meeting	
	1 Feb	FOMC Meeting	+0.25% (4.50%-4.75%)
February	2 Feb	BoE Meeting	+50bps (4.00%)
	2 Feb	ECB Meeting	+25bps (DFR= 2.25%)
	25 Feb	Nigeria general elections	
	March	National People' s Congress	
	16 Mar	ECB Meeting	+25bps (DFR=2.5%)
March	21-22 Mar	FOMC Meeting	+0.25% (4.75%-5.00%)
	23 Mar	BoE Meeting	+25bps (4.25%)
	23-24 Mar	EU Summit	
	2 April	Finland election (National Parliament)	
April	8 April	BoJ Governor Kuroda' s term ends	
	13 April	Northern Ireland Assembly elections	latest date if executive not formed
	4 May	ECB Meeting	Unchanged (2.5%)
	4 May	UK local elections	
May	7 May	Thailand general elections	
	11 May	BoE Meeting	Unchanged (4.25%)
	14 May	Germany (Federal state elections)	
	28 May	Spain Regional elections	
	13-14 June	FOMC Meeting	
June	15 June	ECB Meeting	Unchanged (2.5%)
	18 June	Turkey presidential and parliamentary elections	
	29-30 June	EU Summit	
July	July	Greece elections (National Parliament)	
September	Autumn 23	Poland presidential elections	
October	29 Oct	Argentina general elections	
December		Spain (National Parliament)	
2024	Dates	Events	Comments
January	Jan	US Primaries begin	
April	10 April	South Korean legislative elections	
	1 May	India general elections	
May	11 May	US Presidential elections	
June	2 June	Mexico general elections	
July		UK general elections	

略語一覽

1Q23	first quarter of 2023	IMF	International Monetary Fund
1H23	first half of 2023	ISM	Institute of Supply Management
[Lhs]	left hand scale (graph)	JGB	Japanese Government Bonds
[Rhs]	right hand scale (graph)	JPY/¥	Yen
a.r.	annualised rate	LatAm	Latin America
APP	Asset Purchase Programme	LBO	Leveraged buy-out
AUD	Australian dollar	LTRO	Long Term Refinancing Operation
BAML	Bank of America Merrill Lynch	MBS	Mortgage-backed security
BEA	US Bureau of Economic Analysis	mom	month on month
BIS	Bank for International Settlements	MPC	Monetary Policy Committee
bn	billion	MRO	Main Refinancing Operation
BLS	Bureau of Labor Statistics	n.s/a	non-seasonally adjusted
BoC	Bank of Canada	NBER	National Bureau of Economic Research
BoE	Bank of England	NPL	non-performing loans
BofA	Bank of America	NFIB	National Federation of Independent Business
BoJ	Bank of Japan	NOK	Norwegian krone
bp(s)	basis point(s)	OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
CAD	Canadian dollar	OMT	Outright Monetary Transactions
CANSIM	Canadian Socio-Economic Information Management System	ONS	Office for National Statistics
CEE	Central and Eastern Europe	P/B	price-to-book ratio
CEEMEA	Central and Eastern Europe/Middle East/Africa	P/E	price/earnings
CHF	Swiss franc	PBoC	People Bank of China
CPI	Consumer price index	PCE	personal consumption expenses
DFR	Deposit facility rate	PEG	price/earnings to growth
DM	Developed market	PEPP	pandemic emergency purchase programme
EBA	European Banking Authority	PMI	Purchasing Manager Index
EC	European Commission	pp	percentage point
ECB	European Central Bank	PPI	Producer price index
EM(s)	Emerging market(s)	PPP	purchasing power parity
EMU	European Monetary Union	QE	Quantitative easing
EPS	Earnings per share	QE3	Third quantitative easing
ERP	Equity risk premium	QQE	Quantitative and qualitative easing
ESM	European Stability Mechanism	qoq	quarter on quarter
ETF	Exchange-Traded fund	REER	Real Effective Exchange Rate
EU	European Union	RMB	renminbi chinois (yuan)
EUR/ €	Euro	RRR	Required rate of return
Fed	US Federal Reserve	s/a	seasonally adjusted
FFR	Fed fund rate	SEK	Swedish krona
FOMC	Federal Open Market Committee	SMEs	Small and medium size enterprises
FTA	Free Trade Agreement	SMP	Securities Markets Programme
FRB	Federal Reserve Bank	SWF	Sovereign Wealth fund
FY	Fiscal Year	TFP	total factor productivity
GBP/ £	Pound Sterling	TLTRO	Targeted Longer Term Refinancing Operation
GDP	Gross Domestic Product	tn	trillion
GFC	Global Financial Crisis	UN	United Nations
HKD	Hong Kong dollar	USD/\$	US dollar
HY	High Yield	VAT	value-added tax
ICE	InterContinental Exchange	yoy	year on year
IG	Investment Grade	ytd	year to date
IIF	Institute of International Finance	WTO	World Trade Organisation
INSEE	French National Institute of Statistics and Economic Studies		

当社のリサーチはこちらからご覧ください。: <https://www.axa-im.co.jp/research-and-insights/investment-institute>



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。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いません。

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-28599