

見通し 2024-2025

サイクル半ばの減速でサイクル末の恐慌ではない

主なポイント

- 2023年は多くの国で底堅い成長が見られたが、2024年は減速が予想される。これはサイクル半ばの調整であり、サイクル末の事象ではないと見ている。
- インフレ率は、主としてエネルギー、食品、消費財の価格が調整したことにより、ほとんどの国で大幅に低下した。コア価格の下落はより緩やかである。大半の国では2024年を通してデスインフレが続くが、目標値に達するのは2025年と見られる。一部の国は苦戦すると見られる。
- 中央銀行はおおむね金融引締めピークに達した模様。将来の緩和の時期と規模は不透明だが、当社グループは、実質金利の上昇に対処するためだけでも、2024年を通して利下げが実施されると見ている。
- 2024年は、約20億人の有権者が投票に赴く重要な政治の年である。11月の米大統領選挙が世界的に最も重要な意味を持つ可能性が高い。

コア投資 マクロ・リサーチ・チーム

寄稿者:

Chris Iggo – アクサIMコア・インベストメントCIO

Romain Cabasson – ヘッド・オブ・ソリューション・ポートフォリオ・マネジメント、
アクサIMマーケット&リクイディティ・ソリューション –
コア・インベストメント

Alessandro Tentori – アクサIMイタリアCIO

目次

マクロ見通し – 一対の政策テスト	3
寄稿者 Gilles Moëc	
投資戦略見通し – 適度な成長、適度なリターン	5
寄稿者 Chris Iggo	
概要: 景気サイクル半ばの減速であり、サイクル末の圧縮ではない	8
寄稿者 David Page	
米国 – 景気後退を回避、緩和余地はほぼなし	11
寄稿者 David Page	
ユーロ圏 – 市場規律の復活に注意	14
寄稿者 François Cabau & Hugo Le Damany	
英国 – ラグがイングランド銀行の利下げを加速させる可能性	17
寄稿者 David Page	
カナダ – 粘着的なコア・インフレに直面するカナダ中央銀行	19
寄稿者 David Page	
日本 – 日本銀行の年	21
寄稿者 Hugo Le Damany	
中国 – 短期的な救済、長期的な課題	23
寄稿者 Yingrui Wang	
新興国 – 危険(ドル)と隣り合わせ	26
寄稿者 Irina Topa-Serry	
欧州新興国 – ようやく改善したように見える	29
寄稿者 Irina Topa-Serry	
中南米 – 成長は 2024 年が底	31
寄稿者 Luis Lopez-Vivas	
通貨: 米ドルは「(より)高くより長く」	33
寄稿者 Romain Cabasson	
金利 – 債券復活の年	36
寄稿者 Alessandro Tentori	
株式 - 霧の中の繁栄	39
寄稿者 Emmanuel Makonga	
予想の概要	42
市場関連カレンダー	43

マクロ見通し – 一対の政策テスト



Gilles Moec
 アクサ・グループ・チーフエコノミスト兼アクサ IM インベストメント・リサーチ責任者

主なポイント

- 2023年に関する2022年当時の当社グループの予測を振り返ると、金融引締めが経済成長に及ぼす影響について、少なくとも米国に関して過度に悲観的だった
- 2024年は欧米間の違いがさらに拡大するとみられる。ユーロ圏は、遅れて現れる金融政策の効果に加えて財政再建の開始にも対処する必要があると思われる
- 長期金利の上昇は課題を突き付けている。米国といえども財政を健全化するよう調整しなければならないが、それが2024年に始まる可能性は極めて低いと見ている

2023年の振り返り検証

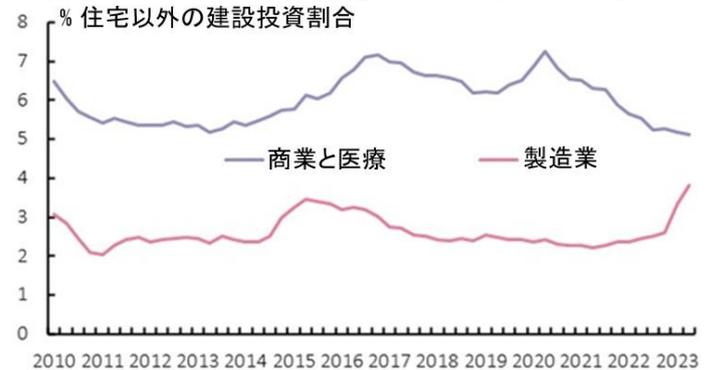
2022年の年末頃、2023年は、金融環境の大幅な引締めと景気減速という代償の下で、コロナ後の経済再開とウクライナ戦争による二重のインフレ・ショックが和らぎ始める年になる、と書きました。正しかったのは半分だけでした。

確かに、インフレ率は明確に低下し始めたと思われまます。低下の要因は、エネルギー価格が2022年の極めて高い水準から下落したことによる機械的効果だけではありません。世界的なサプライ・チェーンの正常化が、米国とユーロ圏のコアインフレの減速を促しました。また、中国では、不動産の価格調整が需要に悪影響を及ぼすのを防ぎ切れずにデフレへの後戻りが進んでおり、それが世界レベルでの工業製品価格の上昇鈍化をもたらしています。欧米のインフレ率を各中央銀行の目標値まで戻すには行かなければいけない道のりがまだあります。しかし、デスインフレ（インフレからは抜けたが、デフレにはなっていない状態）が進行しており、米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）はともに、それぞれの地域で中立金利と見られていた金利のおよそ2倍の水準で7-9月期に引締めのピークに達したと考えられます。

もっとも、金融引締めが実体経済に与える影響について、当社グループは少なくとも米国に関してあまりにも悲観的に見ていました。財政出動が出尽くしたことや、依然として高いインフレが購買力に及ぼす悪影響、新型コロナの期間に蓄積された貯蓄の減少により、米国経済は金利上昇に非常に脆弱に

なっていると考えていました。当社グループが見落としていたのは、今回の金融引締めが、民間セクターの急激な債務増加の後に行われたわけではないという点で非常に異例であるということです。企業が緊急に債務を削減し、支出を圧縮しなければならなくなる「リファイナンス（借り換え）の崖」が突然出現することはありませんでした。企業部門は依然として財務的に余裕があり、雇用は底堅く推移しました。雇用の創出力は春の終わりころから新型コロナ前のトレンドを下回るようになったもののまだ十分にプラス圏にあり、また賃金上昇は減速しているとはいえ依然として堅調であり、所得の伸びはインフレ率を上回っています。

図表1: インフレ抑制法の影響はすでに現れている



出所: 米国商務省経済分析局、アクサ・インベストメント・マネージャーズ、2023年10月現在

残念ながらユーロ圏は同じようにはいかず、年初以降、リセッション（景気後退）の瀬戸際をさまよっています。エネルギー価格に対する特有の脆弱性は引き続きドイツなどの低調な鉱工業生産の要因となっていますが、景気の低迷は、フランスやイタリアなど、エネルギー・ショックのピーク時でも景気が底堅かった国々にも広がっています。ここでは、天然ガス価格に対する感応度の違い以外の要因が作用している可能性があります。米国経済はインフレ抑制法（IRA）に対して明らかに素早い反応を示しており、特に製造業の設備投資が急回復しています（図表1）。一方、EU独自の脱炭素支援プログラムは、今のところ目に見える変化を生んでいない模様です。一言で言えば、米国では新たな形の財政出動が引き続き金融引締めの大部分を相殺していますが、ユーロ圏では、政策金利引き上げの効果は米国ほど遮られておらず、銀行セクターを通じて通常どおりの影響が波及していると思われまます。

2024年も依然として大きい欧米間の違い

欧米間で乖離しつつある経済状況は2024年に修正されることはないと考えています。FRBとECBが2024年半ばのほぼ同時期に利下げを開始したとしても、金融引締めの累積的影響はおそらく2024年後半にピークに達すると考えています。ユーロ圏では、総需要に対するこの悪影響は、ユーロ加盟国の

2024年予算案の採決や成立過程で既に明らかになっている緊縮財政への転換によってさらに強まる見通しです。各国政府は、世界金融危機後にあまりにも厳格に財政赤字を削減しようとして失敗した経験から、削減を慎重に進めているところですが、それでも「財政スタンス」（景気循環に応じて調整される財政収支の変化）は、2024年は景気に対し抑制的になると見られます。ドイツはユーロ圏最大の経済大国であり、通貨同盟全体に波及させる最も高い能力をもち、公的債務の少なさを考えれば最大級の財政余地を有する国にもかかわらず、このドイツが足元の構造的な弱さを緩和するために財政支出を用いることには相変わらず消極的であるということが、ユーロ圏の抱えている問題であると思われる。これに対し、米国の場合、2024年は選挙の年であり、緊縮財政になる可能性は非常に低いと考えられます。

また、米国よりも欧州でリスクの振りがより明確にダウンサイドに傾いていると見ています。実際、中東の悲劇的状況は、2024年の大きな不確定要素です。これまでのところ、この危機は石油市場に目に見える影響を与えていないようです。しかし、例えばイランが直接関与するなど、事態が急拡大する場合、原油価格が1バレル当たり100ドルを大幅に上回る可能性があります。GDPへの直接的な影響は欧州も米国も同様ですが（米国は石油の純輸出国となりましたが、それでも消費者は変わらず打撃を受けます）、為替レートの影響があるため、ECBは非常に難しい立場に置かれるものと考えます。実際、原油価格が上昇すると、現在はドル高に動いていると思われる。ドル高は欧州のインフレをさらに悪化させ、欧州がこのショックを吸収することをより難しくすると考えています。

長期金利の上昇への対応

2023年後半に目立った動きとして、金融政策の先行き予想と関係なく長期金利が上昇したことが挙げられます。「量的引締め」の明らかな影響以外にこの動きの原因を直ちに突き止めることは困難ですが、米財務省が国債の入札で十分な需要を集めるのに苦労しているという新たな状況は、米国が財政赤字を抑制する意思がないか、または、直ちに抑制することができないために増え続けている新発国債の供給が伝統的投資家の長期金融資産に対する買い意欲を上回っていることを表すものと考えられます。

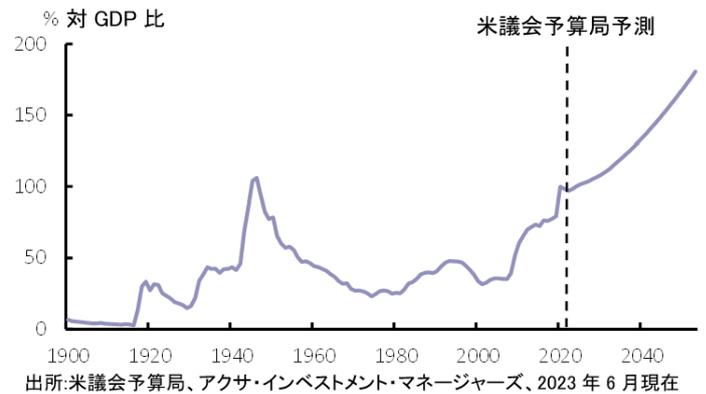
当社グループは、米10年債利回りについて2023年10月に付けた高値の約5%からさらにもう少し低下すると予想していますが、利回り上昇の背後にあった要因の一部は残っている可能性が高いと考えています。長期金利の上昇は、その原因が何であれ政策当局者に慎重になるよう警告するものと思われる。Olivier Blanchardは、当社グループの見通しに関する論評の中で、先進国は今よりも高い債務比率を続けることができるとの見方をする一方で、信頼できる財政再建計画を策

定するよう求めています。アメリカでは、そういった計画はまったく見当たらないと言っても過言ではないと思われます。

インフレ抑制法は税額控除の上限を設けずに施行されました。共和党に関しては、トランプ氏が2024年勝利すれば、最初の任期で実施した名目では期限付きの減税をおそらく延長すると思われます。米国の根本的な財政問題は、福祉国家政策によって「欧州」レベルの社会的保護がそれに見合う税金なしに、増大する人口割合に対して徐々に提供されていることです。米議会予算局の公的債務の長期予測は危険を示していると思われます（図表2）。米国政治が極端に二極化している状況を考えると、これらの問題に対処するために必要な超党派の決意を形成することは非常に困難と見ています。

図表2: 危険な予測

米国国債-民間等保有分の対 GDP 比



欧州ではこのような制度的麻痺は見られません。この地域が抱える深刻な人口問題にもかかわらず、公的債務の安定化に向けた政治的に現実的な道筋があります。一方で、欧州の問題は、むしろ調整する余地があまりないことにありと見ています。2023年9月にイタリアで起きたスプレッドの拡大は、長期金利が上昇する根本的な要因の数が米国ほどより少ないにもかかわらず、欧州各国が綱渡りの状態にあることを改めて思い起こさせました。成長を脅かすリスクが顕在化した場合、それに対処する政策はあまり残っていないと考えています。

要約すれば、米国とユーロ圏は2024年に2つの異なる政策テストに合格する必要があると考えています。米国のテストは、利回りに過度な圧力をかけることなく、もう少し「限界を押し広げ」緩和的な財政スタンスを維持することができることを示すことであると考えています。ユーロ圏のテストは、成長や政治的安定にあまり大きな打撃を与えることなく、また金融市場の分断化を助長することなく、共同の金融引締め策や緊縮財政政策を実施することができることを示すことであると考えています。

投資戦略見通し – 適度な成長、適度なリターン



Chris Iggo
アクサIM資産運用研究所所長兼アクサIMコアCIO

主なポイント

- 債券利回りが2023年終盤に数年来の高水準となったことから、今後キャピタル・ゲイン(値上がり益)を得られる可能性がある
- 社債のリターンは、穏やかな金利見通しから恩恵を受けるとみられる。投資適格債は特に相対的に魅力的な利回りを提供できると見ている
- 金利と債券利回りが低下し、経済成長が続くならば、株式上昇の勢いは持続する可能性がある
- 債券でリスク・プレミアムが得られるようになった一方、株式のリスク・プレミアムは縮小したため、株式よりも債券への期待が高まる可能性がある

成長鈍化が株式の脅威

2023年はリセッション(景気後退)が起きず、金利は市場の予想以上に上昇しました。この状況はとりわけ米国経済の強さを反映したもので、債券保有者よりも株式投資家にはるかに良い結果をもたらしました。2020年末以降の世界株式の国債に対する累積超過リターンは、過去40年間で3番目に高い水準に達しました。

しかし、2024年にリセッションが起きるとは考えていません。当社グループが予想しているのは、適度なGDP成長率、インフレのさらなる緩和、限定的な利下げです。名目GDP成長率は低下すると見えています。主要なリスクの1つは、「より高くより長く」維持される金利がついに景気に影響を及ぼし、最終的にリセッションをもたらすことです。こうした状況は、株式の債券に対する相対的な超過リターンが縮小(場合によっては逆転)する可能性があります。対照的に、債券は近年の株式に対してパフォーマンスが劣るという状況から脱却する可能性があります。

金利は高止まり

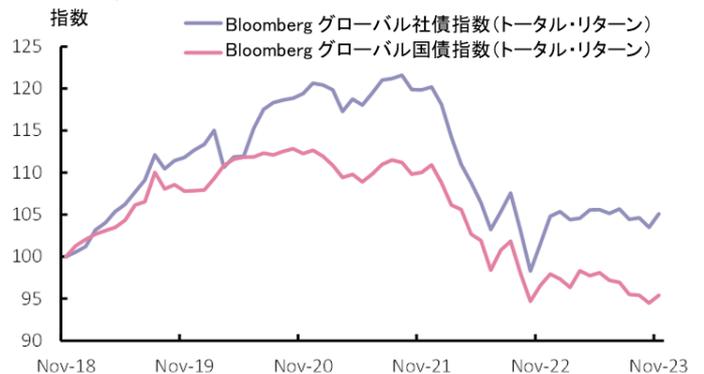
当社グループの見通しは微妙な意味合いが含まれています。利上げはピークに達した可能性があります。インフレ率は2024年も欧米中央銀行の目標を上回ると見られます。中央銀行の「より高くより長く」政策が続くと見られ、労働市場で圧力緩和の証拠が現れるまで利下げの余地は限られます。だからと言って債券への投資を止める必要はありません。インフ

レ・ショックの再来がない限り、ここからの利上げはなさそうです。したがって、金利予測の見直し(上方修正)による価格下落リスクは低いと考えられます。比較的高い利回りで投資を開始できることもプラスに働きます。1年の投資期間で見ると、利回りが比較的高まっている現時点で債券を購入した場合のリターンは、利回りがまだ比較的低位だった2022年初めよりもプラスになる可能性が大きくなっていると考えています。また、成長率がさらに低下し、中央銀行当局者の発言(さらに政策までも)がハト派に転換するというリスク・シナリオでは、債券価格は下落よりも上昇する可能性の方が高くなると思われます。

金利の上昇に伴い、金利のボラティリティやイールドカーブ(金利曲線)の推定ターム・プレミアム(残存期間の長さに伴う上乗せ利回り)の指標も上昇しました。米国など中央銀行が金融政策としての国債買取を止めたことは、短期金利の上昇やインフレ、財政赤字の拡大懸念と相まって、債券のリターンが不安定化する一因となりました。こうした動きによる投資家にとってのプラス面は、債券のリスクを取ることによって比較的高い利回りが得られることです。イールドカーブにおけるリスク・プレミアム(リスク資産の期待収益率と無リスク資産の期待収益率との差)の拡大や金利の上昇も、株式のボラティリティとの比較で、債券に対してより強気な見方をする要因の一つとなっています。

相対的に魅力的な社債

図表3: 社債のリターンが国債を上回る
社債は国債を上回るパフォーマンス



出所: Bloomberg、LSEG Datastream、アクサ・インベストメント・マネージャーズ 2023年11月20日現在

※Bloombergグローバル社債指数、およびグローバル国債指数: Bloomberg社が公表している米国社債及び国債の値動きを示す指数です。
※本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

社債のリターンは、より穏やかな金利見通しから恩恵を受けると見えています。信用リスク・プレミアムがおおむね安定的に推移したことは、2023年に社債のパフォーマンスが国債を上

回った一因です(図表3)。現在のマクロ予測を前提とすると、社債市場は引き続き堅調に推移すると見られます。現在、投資適格債の利回りは米国でほぼ6%、欧州でほぼ4.25%となっています。

適度な成長の下で信用リスクは管理可能

企業が今後数年間に資金を借り入れる必要が生じた場合、既発債の平均クーポンと比べて、より高い調達コストに直面する可能性が高いと見られます。しかし、2024年と2025年に金利が低下する見込みであることや、短期的に満期を迎える債券の金額が過去と比較して少ないということは、借り換えリスクが限定的であると見ることができます。高格付けの企業は、利回りがまだ低水準だった時期に債務の償還を延長し、さらに過去3年間で名目売上高が大幅に伸びたことから、債務を管理可能な水準に保っています。

しかし、社債投資家は株式にも注意する必要があります。業績の悪化あるいは株価のボラティリティの上昇が起こる場合、一般的に信用スプレッド(債券のデフォルト(債務不履行)リスクに応じて上乗せされる金利)は拡大します。この関係は、社債市場のうちハイイールドの分野でより強くなります。現在、米国の高格付債券市場とハイイールド社債市場の信用スプレッドはともに、過去10年間の分布をみるとほぼ中心付近で推移しています。一方、欧州債の信用スプレッドは過去10年間の分布の下位20%に入っており、リスクの観点で見るとスプレッドが過去と比較して広がっている欧州の社債の方が割安であることを示唆しています。

スプレッドの拡大は、リスク環境の全般的な悪化を示すリスク指標です。しかし、過度な信用サイクルの悪化は発生しておらず、企業のバランスシートは過去の金融引締め局面よりも健全です。そのため、スプレッドの拡大は投資機会を生み出す可能性があります。金利の低下によって借り手がより安く資金を調達できる状況になれば、なおさら投資機会が増えると思われる。結論として、2024年末の短期金利やインフレ率の予想水準と比較して、現在の利回りは魅力的と思われる。

債券対株式リスク

米国では、債券と株式の関係は過去と比較して極端な水準に達しました。米物価連動国債(TIPS)の実質利回りは、米株式市場の配当利回りよりも高くなっています。株式のリスク・プレミアムは、様々に測定しても数年ぶりの低い水準に下がっています。さらに、株式のボラティリティは金利のボラティリティよりも低くなっています。名目成長率が低下することは、債券にはプラス要因となり、株式にはマイナス要因になると考えられます。

不確実な業績見通し

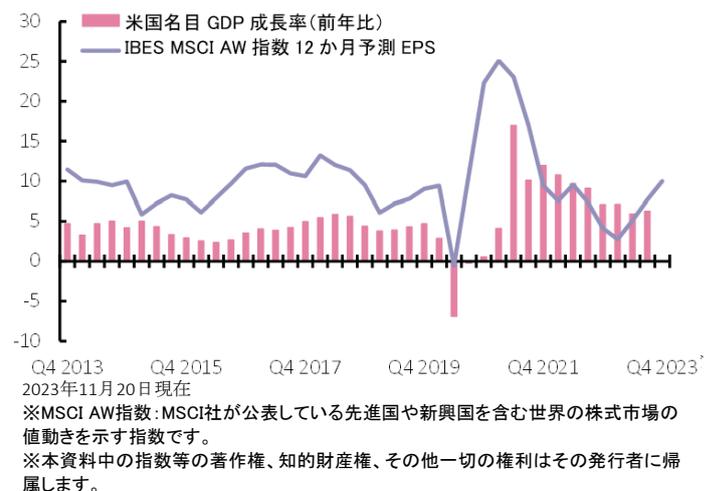
米国などの株式市場では2024年の業績見通しは堅調で、米国の株式バリュエーションは長期平均値を上回っています。この状況は、「ゴルディロックス(過熱でも冷え込みでもない適温状態)」型のソフトランディング(軟着陸)の下で持続する可能性があります。アクサIMIによる米国の名目GDP成長率の予測値は、企業業績をボトムアップ分析によって予想した10%から12%の利益成長率を達成するのに十分なマクロ経済成長の数字と考えられます。しかし、下方修正のリスクがあると思われます。米国企業の2023年第3四半期決算は概ね市場予想をやや上回りましたが、多くの企業は、今後の売上高と利益率が下振れするリスクに言及しています。2024年の早い時期に業績が伸び悩んでいる証拠が現れれば、米国株式の現在のバリュエーションは維持できない可能性があります。

ソフト・ランディングが株価を支える可能性

しかし、株式の上昇相場が続いていることを軽視はできません。金利と債券利回りの若干の低下による緩和的な金融環境とプラスの実質成長率の継続によって、株式に対する強気のセンチメントが維持される可能性があります。これに、人工知能(AI)とその成長促進力に対する足元の投資家の期待を加えるならば、株式市場の一部の銘柄は引き続き業績の力強い伸びと投資家への高いリターンを達成する可能性があります(図表4)。2023年の債券パフォーマンスは期待外れに終わりそうですが、デュレーションの短い社債と投資としてのテクノロジー株に重きを置いたポートフォリオであれば、パフォーマンスは非常に好調だったと推察できます。米連邦準備制度理事会(FRB)が利下げ方向に転換するまで、このバーベル戦略(対照的な資産の組み合わせによる戦略)の好調は続く可能性があります。

図表4: EPS見通しは楽観的

EPS と米国名目 GDP



欧州の投資家は、米国市場と比べて、株式のバリュエーションの低下と債券利回りの低下に直面する可能性が高いと見

ています。欧州中央銀行も利下げへの方向転換を躊躇する可能性があり、経済環境的には成長の鈍化とインフレ率の低下に向かう可能性があります。実質利回りは低下しており、株式と債券のバリュエーションの差からみると依然として株式の方が割安な状況にあります。米国で成長が期待外れだったり金利予想が変化したりする場合には、欧州市場が米国ほどには変動しないと思われませんが、この地域の資産クラス全体を通して投資家にプラスのリターンを提供する可能性があります。

バランスの均等

当社グループの予想の中心は、適度な名目成長見通しに基づく適度な投資リターンというシナリオです。この一年間で、債券にはリスク・プレミアムが得られるようになった一方、株式のリスク・プレミアムは縮小したため、債券の方がよりリターンを期待できると見えています。

また、株式と比べた金利の相対的インプライド・ボラティリティも、債券に対する強気の見方を裏付ける指標となっています。

政策金利がピークに達しインフレ率が低下すれば、金利を巡る不確実性は低下すると思われ、方向としては、利回りは低下すると見えています。

リスク資産に関しては、成長と業績の不確実性を補うはずのリスク・プレミアムが縮小しています。2024年は企業の借り換え需要の規模が投資家にとって大きな問題にならないため、「不合理な」信用サイクルの悪化がなく、信用スプレッドが合理的な水準であることが社債投資家に一定の安心感を与えられていると思われれます。

株式市場は2023年に経済の予想外の成長上振れの恩恵を受けました。しかし、引締めが1年間延長されたことによってエコノミストの間でよく述べられるタイム・ラグ（効果発生までの期間）がさらに延び、株式にとって今や経済成長の下振れという逆のリスクが横たわっています。そのため、予想リスク調整後リターン・プロファイルは悪化する可能性が高いと見えています。

概要：景気サイクル半ばの減速であり、サイクル末の圧縮ではない



主なポイント

- 2023年は底堅く推移したが、2024年は世界経済の成長が鈍化すると予想している。これは景気サイクル末の経済の崩壊ではなく、サイクル半ばの調整であると見ている。2025年は成長が加速する見通し。
- 中央銀行はディスインフレの進展を受けて金融政策を緩和する可能性が高いと思われるが、多くの中銀にとって、これは新たな緩和の追加ではなく、引締め政策の調整と考えられる。
- 2024年は重要な選挙が続く。世界的には、米大統領選が最も重要な意味を持つ可能性がある。

不確かな土台

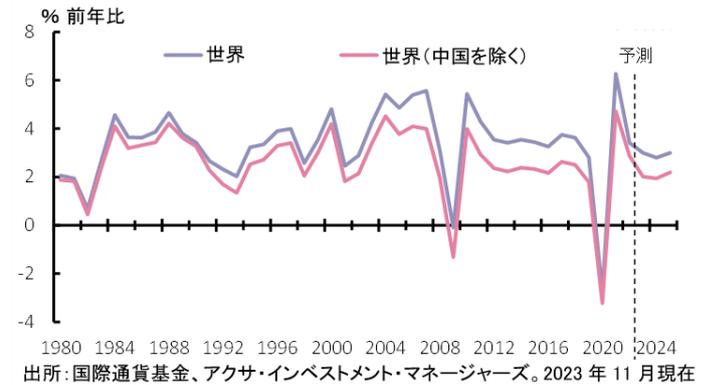
2024年と2025年の見通しは、世界がパンデミックに陥った2020年初頭ほどではないものの、2023年末の不確実性に基づいて立てられています。中東の危機が世界経済に大きなリスクを突きつけている現状は、ロシアがウクライナに侵攻する直前の2021年末と同じように、地政学的に不確実な状況にあると考えられます。紛争の拡大は、原油価格や地域経済、世界の人々の感情に著しい影響を及ぼすおそれがあります。しかし、米国などの国々がイスラエルを支持しながらもイスラエルの行動には警告を行っていることや、アラビア半島では利害が多様化し牽制し合う形になっているために、今後として、紛争の拡大が最も可能性の高い道筋なのかどうかは不明です。

地政学的な不確実性以外にも、世界経済が景気サイクルのどこにいるのかを巡る不確実性があります。典型的な例は景気後退の予想が弱まってきた米国です。最近の経済的な変動は景気サイクルによるものではないと思われます。パンデミックは深刻な景気後退を強いた外的ショックであり、これにより供給に制約が生じ、一方で需要を刺激する政策が実施されました。その結果として生じたインフレは、過熱した景気サイクルの末期に現れた産物ではないと考えられます。各国経済に生じた半永久的な構造変化の度合いや、中央銀行の引締めとペントアップ需要（一時的に控えていた消費者の需要が、景気回復期に一気に回復すること）とのバランスなど、依然として不確実性があると思われます。以下では、経済が直面している調整がサイクル末期のものなのか、サイクル半ばのものなのか、について検討します。

景気後退はもはやメイン・シナリオではない

欧米諸国の経済に関しては、サイクル半ばの調整であると当社グループは見えています。米国について、当社グループは、米連邦準備制度理事会（FRB）の引締めが生産の落ち込みと浅い景気後退（リセッション）をもたらすと予想していました。しかし、消費の底堅さにより、経済は後退ではなく、少しずつ減速していきました。当社グループは現在、個人消費が夏場の力強い成長から鈍化するのに伴い、米国経済が最も広い意味での景気減速局面に入ると見えています。この見通しによれば、米国経済は2024年に潜在成長率を下回る1.1%に減速した後、2025年末までに長期成長トレンドを上回る回復を示し、2025年の成長率は1.6%になることが予想されます。当社グループはもはや、明らかリセッションがあるとは見ていません。景気減速に伴い労働市場も小幅に緩和することから、インフレ率は2025年にFRBの目標に達しますが、同年末には緩やかに上昇すると見えています。これは、FRBが金融緩和を再開する余地が限られていることを示唆しています。当社グループは、緩やかな利下げ（2024年に3回、2025年に2回）を想定していますが、これらを明白な緩和ではなく引締めの調整として考えています。

図表5：2024年の世界経済成長率は鈍化する見通し
世界の GDP 成長率



欧州経済は、より厳しい試練に直面しています。供給の制約は現在もユーロ圏経済に影響を与え続けています。インフレ率が今後一年半の間に低下するにつれ、賃金の伸びが堅調なことや労働市場の緩和が限定的なことを背景に実質可処分所得の伸びが拡大する見込みです。これによって、投資の低迷にもかかわらず、明らかなマイナス成長に陥るリスクは軽減すると思われます。当社グループは、ユーロ圏のGDP成長率は2023年に0.5%、2024年は市場予想よりも低いわずか0.3%となり、2025年には0.8%に上昇すると予想しています。しかし、このような低い見通しであっても、供給の伸びが弱いことにより、供給余力が生じにくいいため、インフレ率が大幅に低下する可能性はほとんどないと見えています。当社グル

ープは、インフレ率は2025年半ばごろに目標値に戻ると予想しています。ECBは市場が想定しているよりも慎重に金融政策を緩和すると見られ、最初の利下げはようやく2024年6月から始まり、2024年末に3.25%、2025年末に2.75%になると考えています。

英国の見通しはこれよりも悪くなりそうです。2023年の成長率は0.5%、2024年は0.0%、2025年は0.5%と予想しています。イングランド銀行(BOE)の金融引締めはすでにピークに達した模様ですが、引締めが遅れてもたらす効果が非常に懸念され、遅れていた住宅ローンのリセット(借入金利などの再設定)が行われることにより、2024年を通じて金融環境は引き締まる可能性が高いと見ています。当社グループの中心的な予想では、英国がリセッションの瀬戸際にあるとしています。リスクシナリオとしては、マイナス成長の可能性を高く考えています。BOEは、賃金の下方硬直性への懸念から2024年下半期まで政策金利を据え置く可能性が高いと見ていますが、その後は、金融緩和策の効果が波及するまでに時間がかかるとすれば、大幅に緩和せざるを得なくなると当社グループは考えています。政策金利は2024年末に4.5%、2025年には3.75%になると予想しています。

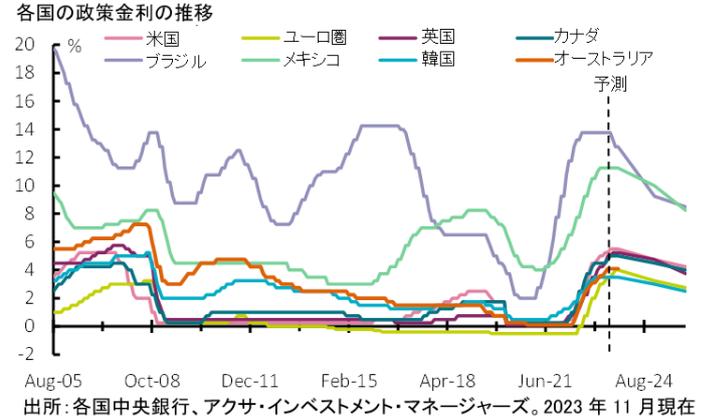
景気サイクル・メカニズム以外の要因

中国当局が断固とした措置をとったことにより、中国の2023年成長目標「5%前後」は達成される見通しで、当社グループは5.2%と予想しています。景気刺激策は2024年の四半期毎の成長を加速させるものの、年間成長率は4.5%に低下し、2025年には4.2%に減速する見通しです。成長が滞れば、さらなる刺激策が実施されると思われます。経済が財政・インフラ支出による支援に依存しているため、経済の不均衡や資源の不適正な配分が進んでいると思われ、これが中国の長期的な成長見通しに影を落としています。長期的な救済策は市場主導型の構造改革であると考えられますが、これは習近平国家主席の支配欲に反しているようにみえます。これが中国にとって長期的なリスクを生み出すものと思います。今後2年間でこのリスクが現実のものにはならないものの、長期的な見通しに影響を及ぼすと考えられます。

日本は長期的な変化に直面しています。数十年にわたるデフレとの闘いを経て、現在、同国のインフレ率は総務省のデータによれば日銀のインフレ目標である2%を上回っています。日銀はイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)をほぼ放棄したと思われ、緩和策のさらなる撤廃には慎重のようです。日銀は、次の動きを決定するにあたり、賃金動向を注視していると述べています。最近の経済データが示す早期の兆候は、2024年の賃金の堅調な伸び、つまり実質賃金がプラスとなる伸びを示唆しています。日銀は2024年春ごろにマイナス金利政策を解除し、その後は緩やかな引締めを行うと見られます。しかし、長年にわたってゼロ金利が続いたため、同国経済は金利の調整に対して脆弱です。財政・金融の安定

性に対するリスクを考慮し、日銀は2025年末までの政策金利の引き上げ幅を0.25%にとどめると見られます。

図表6: 中央銀行は政策を(さらに)緩和



構造的に強くなった新興国

2023年を通じて、新興国は成長の底堅さを強めてきました。一方で、コアのインフレ率はあまり下がっていないものの、インフレ率は全体ではほぼ予想どおりに低下し、多くの新興国中央銀行は金融政策を緩和することができました。2024年は世界的な経済減速と引締め気味の金融環境が逆風となりそうですが、成長の底堅さは継続する見通しです。インフレ率はさらに低下する見通しで、コア・インフレ率の調整がインフレの沈静化をけん引すると思われます。中央銀行は慎重な姿勢をとっており、これは正しい姿勢と思われます。当社グループは、2024年に利下げを予想していますが、安定しつつある実質金利とおおむね整合する程度のもになると見ています。

当社グループの見通しでは、世界経済の成長率は2023年の3.0%から2024年に2.8%へ減速した後、2025年に3.0%へ加速し、大半の国はリセッションを回避することができる(図表5)と考えています。このサイクル半ばの調整により、中央銀行の政策金利は低下しますが、ほとんどの地域で中立金利以上の水準を維持する見通しです(図表6)。これは1990年代半ばの米国のソフトランディング(景気の軟着陸)に例えられると思います。しかし、同期間はメキシコ(1994年)、アジア(1997年)、ロシア(1998年)など新興国全体の危機の時代として知られていることから、新興国はこの比較に違和感を覚えるかもしれません。引締め気味の金融環境が続くと見られる一方、その時以降、新興国各国で大幅な構造改革が行われたことには注目すべきです。具体的には、制度の信頼性、インフレ期待の抑制、為替変動制、銀行の資本増強、および過剰な資本流入が見られなくなったことなどです。例外は残っており、引締め気味の金融環境により一部の国でストレスが生じる可能性があります。当社グループでは、新興国で経済全体にわたるショックが起きるリスクを以前ほどは懸念していません。

金利上昇が長期化すると、家計、企業、ソブリンの平均資金調達コストが上昇し、脆弱性が高まる可能性があります。財政の観点では、イタリアのソブリン・リスクを注視しています。イタリアは債務が増加し、国債利回りが高く、イタリア政府は最近、財政赤字をGDPの3%以下にするという計画を2026年に先送りしました。フランス政府も見通しを2027年に先送りしました。当社グループは米国にも注目しています。最新の米国の公式な財政赤字見通しは、2020年代の残りの期間でGDP比で平均6%近いとしています。2023年の累積債務見通しがGDPの98%ですから、当面は持続可能と思われます。しかし、累積債務は2030年までに110%を超えると予測されており、市場は今後どこかの時点で、将来の持続可能性を問題視すると思われます。

トランプ・カード

2024年は政治にとって重要な年となりそうです。各国の選挙予定を見ると、20億人以上が投票所に赴くことになります。ただし、その多くは4月～5月に実施されるインドの選挙によるものです。新興国では、2024年に合計19の選挙が予定されており、台湾（1月）、南アフリカ（5月～8月）、メキシコ（6月）の選挙が注目されます。しかし、新興国にとって、そして世界にとって最も重要な選挙は、米国大統領選挙と思われます。2020年のジョー・バイデン対ドナルド・トランプの選挙戦が再現されると確信しているわけではないですが、現段階ではそれが最も可能性が高そうです。トランプ大統領の復帰は、財政政策の修正という点で米国内に影響を与えます。しかし、世界的には、これが、貿易戦争の復活、ウクライナとイスラエルに対する支援を巡る疑問など、地政学的事象にどのような影響を与えるかが最大の不安要素と思われます。欧州の選挙（5月）と英国の選挙（10月の可能性大）も、各地域に重要な影響を与えると見られます。

米国 - 景気後退を回避、緩和余地はほぼなし



David Page
ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ

主なポイント

- 米国は減速するものの、景気後退(リセッション)は回避する見通し。2023年に2.3%、2024年に1.1%、2025年に1.6%の成長が見込まれる。2024年上半期に大きく減速するリスクがあるが、2025年には持ち直すと思われる。
- 労働市場の緩和と構造改革により、インフレ率は2025年に目標に戻る見通し。
- 米国では、明らかな金融緩和をおこなうのではなく引締めを調整するという可能性が高い。量的引締めは2025年を通して実施される見通し。

景気後退(リセッション)は幻か？

当社グループは2022年の終わりごろ、2023年には浅いリセッションになると予想しました。実際には、過剰貯蓄と、米連邦準備制度理事会(FRB)による過剰な引締めという最悪の状況を回避できた企業セクターの堅調な雇用という緩衝材に支えられて、個人消費が底堅く推移したことにより、2023年の成長率は長期成長トレンドを上回る2.3%の成長になる見込みです。政府政策プログラムに投資が素早く反応したこともプラスに寄与しました。重要な問題は、景気後退が回避されたのか、単に先に延びただけなのかということだと見ています。ただ、インフレ率は、力強い経済成長にもかかわらず予想以上に急速な低下を示しており、2023年には平均4.2%(予想は5.1%)になる可能性が高く、FRBの政策金利は2023年に、5.25—5.50%(予想より50bp高い)でピークを迎えた模様です。

成長率は潜在成長率を下回るも、リセッションは回避する見通し

米国商務省によると、7~9月期(第3四半期)の国内総生産(GDP)は、消費が4.0%伸びたことなどから4.9%増(季節調整済み年率換算)と大幅に増加しました。しかし、当社グループは、2024年は消費支出の伸びが大幅に鈍化するために経済成長は大きく減速するものと、予想しています。また、税負担の増加が可処分所得の伸びに影響を及ぼし、雇用所得の伸びの鈍化がインフレの軟化よりも速く進むことから、実質可処分所得は減少すると予想しています。成長を支えていた過剰貯蓄の取崩しが完了したことも懸念材料です。9月の貯蓄

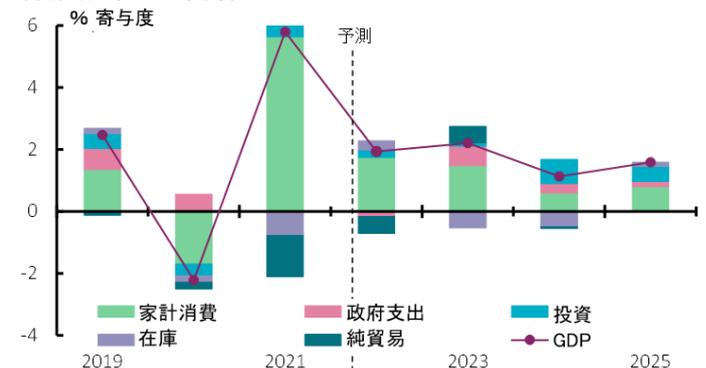
率は3.4%と推定され、今後数四半期にわたって上昇する見通しです。

2023年10~12月期に個人消費は減速すると見られ、2024年上半期を通して減速し、その後回復すると見込んでいます。この見通しに関するリスクは、過剰貯蓄の取扱いに不確実な面があることです。2023年夏終盤の消費支出は、iPhoneと自動車の販売が衣料品と食品の販売不振で相殺された形になっており、所得格差を示唆していると見ることができます。低所得世帯の余裕がなくなったように見えても、高所得世帯の支出は依然として貯蓄によって支えられている可能性があります。家計は15年前よりも健全な状況にあるため、借り入れを増やすことで実質所得への圧力を相殺することができるものと考えています。

投資支出も減速しますが、堅調を維持する可能性が高いと見られます。刺激政策に対する投資支出の反応の素早さは、当社グループにとって意外でした。この刺激策が当面の支出を下支えしますが、投資支出は2024年には減速する可能性が高いと見ています。しかし、景気サイクルに大きな問題が発生することは予想されておらず、また、大企業が今後数年間にわたって借り換えの壁を回避するよう資金を調達していることを踏まえ、投資は、国内需要の持続やエネルギー、人工知能への新たな投資に支えられて堅調に推移すると予想しています。

図表7: GDP成長率は長期平均を下回る見通し

米国経済成長への寄与度



出所: 米国商務省経済分析局、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在

2023年10~12月期のGDP成長率は年率換算で約1%に鈍化し、また2024年上半期にも大きく鈍化し、その後2025年を通して持ち直していくと予想しています。全体として、2023年のGDP成長率は2.3%となり、2024年には1.1%に鈍化し、2025年には1.6%になると予想しています。四半期ごとの成長率は2025年半ばまでに長期成長トレンドを上回る上昇を示すと見えています(図表7)。2024年の成長鈍化は、潜在成長率を下

回る成長の期間にするというFRBの目標と合致していると思われず。

当社グループの予想に対するリスクは両方向にあると見ています。個人消費は、借入れを増すことにより増加する可能性があります。しかし、当社グループの見通しについては下振れするリスクの方が高い、と引き続き考えています。つまり、浅いリセッションという当社グループの予想は時期を間違えただけで方向は間違っていなかったということになるリスクがあります。現在見られる逆イールドカーブ(金利曲線)、厳しい信用状況、およびリセッションを示す景気指標「サム・ルール」が実現間近にみえることなど、主要な経済指標は景気後退の可能性を依然として示唆しています。しかし、上述した経済的余裕が、経済全体にわたって減速が同時発生するのを妨げると当社グループは考えています。ただし、最終的に消費活動の軟化の兆候が現れるものと見込んでいます。その他のセクターは現在安定しつつあるように見受けられ、特に製造業は、中国の右肩上がり成長ペースが予想通り加速するならば上向き可能性があります。

国内のインフレ圧力

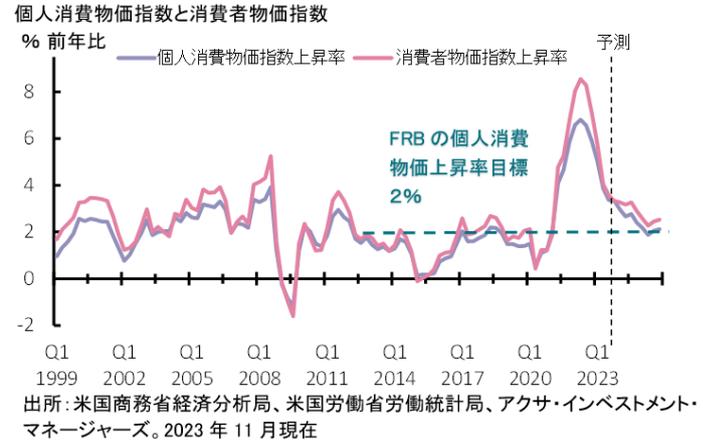
インフレ率は、世界のサプライ・チェーンにかかっていた圧力の緩和とエネルギー価格上昇の鈍化を受けて、低下しました。しかし、インフレ率が予想を上回る速さで低下するのか、また今後数年間にコア・インフレ率がどのように推移するかは、国内情勢、特に労働市場に依存していると見ています。

成長率が高くなった一方で、労働市場の逼迫は緩和しました。米労働省による雇用統計などによれば、雇用拡大ペースは2023年に入り減速に向かい(1月の33万4000人から10月は20万4000人に)、失業率は上昇(1月の3.4%から10月は3.9%に)、求人数はピークの1200万人から950万人に減少しました。これにより、10月の賃金上昇率は年率4.1%に鈍化しました。これは、インフレに係るFRBの長期的責務の達成と整合的であると見られる3.5~4%をわずかに上回った水準です。当社グループの見通しによれば、労働市場はさらに緩和し、2024年末までに失業率は4.4%に上昇する見込みです。しかし、この見通しの一部は、労働供給の堅調な伸びに寄与する移民の増加および労働マッチング効率の改善といった、より構造的な要因が持続していることを反映しており、これらの要因は比較的低い失業率であっても賃金の伸びを鈍化させる効果があります。

利益率の低下が見込まれることや、パンデミック以降の財とサービスのリバランスが停止したことなど、その他の構造的な進展はコア・インフレ率を低下させる可能性が高いと考えられます。総合すると、当社グループの予想によれば、インフレ率は2023年に平均4.2%となり、2024年に3.2%に低下し、2025年に2.7%になります。当社グループは、インフレ率を2023年末で4%弱、2024年末で2.6%、2025年末で2.8%と予想し、

個人消費支出(PCE)インフレ率は2025年第2四半期に目標値まで低下する可能性が高いと見ています(図表8)。

図表8: インフレ率は目標に達するが、緩和余地はほとんどないだろう



Fedは緩和ではなく引締めを調整する

フェデラルファンド金利(FF金利)は、最後の利上げの可能性を残すものの、現在の水準の5.25-5.00%でピークを迎えた、と当社グループは考えています。当社グループの予想によれば、今後2年間で金融政策を大幅に緩和する余地はないと見ています。

現在の金融政策は引締めの政策であり、インフレ率が低下すれば、実質FF金利が上昇するため、さらに引締めが強まることになります。FRBではこの実質金利の調整について議論しており、FRBは経済の減速には反応しないとしても、実質金利の上昇を抑えるためにFF金利を引き下げると当社グループは見ています。当社グループは、2024年には6月から75bpsの利下げを予想していますが、引締めのスタンスの中での小幅な緩和にとどまります。当社グループの予想によれば、2025年には、成長率が上向き中でもFRBは引締めをさらに少し緩め、2度の追加利下げを実施する結果、FF金利は2025年末までに4.25%になります。

当社グループはまた、FRBは今後2年間、量的引締め(QT)を継続すると見込んでいます。金融政策を大幅に緩和することなく実質FF金利を機動的に調整する一方、若干の金融引締め効果を伴うだけで「十分に」まだある準備金を削減することは、FRBにとって居心地がよい状況だろうと当社グループは考えています。また、リバースレポ保有額は2024年を通して減少し続けると予想しています。当社グループは、2019年の超過準備金の最低額が今後、準備金の限度の目安(予防的なバッファーを考慮)になると想定しています。これにより、FRBは超過準備金を2兆ドル強まで減らすと見られ、当社グループの推計では、2026年初めにようやくこの水準に到達すると見ています。QT終了の発表は2025年末になると予想されます。しかし、景気の大規模な減速により、積極的刺激策が

必要になったり、商業銀行の流動性需要が高まったりする場合には、終了が早まる可能性があります。

重要な政治の年

議会は2023年中の政府閉鎖を回避しましたが、改めて2024年初めまでに歳出法案に合意しなければなりません。当社グループは、2024年を通じてやや緊縮的な財政方針がとられると予想しています。現在の政府計画では、財政方針は2025年に概ね中立になります。それでも、2023年の米国の財政赤字はGDP比5.9%、2020年代の残りの期間では平均5.8%、基礎的財政赤字は約3%と予測されています。2023年の米国の累積債務はGDP比98%と予測されており、米国の財政は今のところ健全ですが、長期的には持続不可能であり、2030年には111%、2040年には134%、2050年には168%に増加すると見られています。米国債利回りは現時点では、供給の反映とは明確に区別されるはずの信用プレミアムをはっきり織り込んでいるとはいえませんし、当社グループはそうなるとは見ていません。しかし、大幅な財政緊縮化がなければ、この信用プレミアムは中期的なリスクになる可能性があります。

11月の大統領選挙がこの鍵を握ります。候補者が誰になるかは定かではありませんが、ジョー・バイデンの年齢と、わずかに若いドナルド・トランプの法的問題を巡る懸念はあるものの、2020年の両者の対決の再現となる可能性が高いと思われます。結果はまったく不透明です。議会選挙も重要と思われます。上院の情勢は民主党にとって不利なようにみえます。つまり、バイデン大統領の2期目はねじれ議会か敵対的な議会に直面する可能性があります。トランプ氏が勝利する場合は、上下両院で共和党が僅差の過半数を確保する可能性が高くなります。現時点では、2期目のトランプ政権は、1期目に始めた2025年末に期限切れとなる税制優遇措置の延長に注力すると見られ、その場合、財政見通しはさらに悪化します。しかし、当社グループがそれよりも恐れるのは、この選挙結果がもたらす地政学的な破壊的展開の可能性です。

ユーロ圏 - 市場規律の復活に注意



François Cabau,
シニア・エコノミスト(ユーロ圏担当)
マクロ・リサーチ - コア・インベストメント



Hugo Le Damany,
エコノミスト(ユーロ圏担当)
マクロ・リサーチ - コア・インベストメント

主なポイント

- ユーロ圏は低成長が続く見通し。供給問題は改善するが、すべて解消できる可能性は低いと思われる。
- ユーロ圏のヘッドライン・インフレ率はECBの目標値に2025年半ばに到達すると予想。
- ECBは2024年夏に予想される利下げ前にパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を終了することに依然として慎重であると見ている。
- イタリア国債の年間発行額がまたも過去最高を更新し、ECBの課題が増えると思われる。

成長: 個人消費が後押し、投資が足を引っ張る

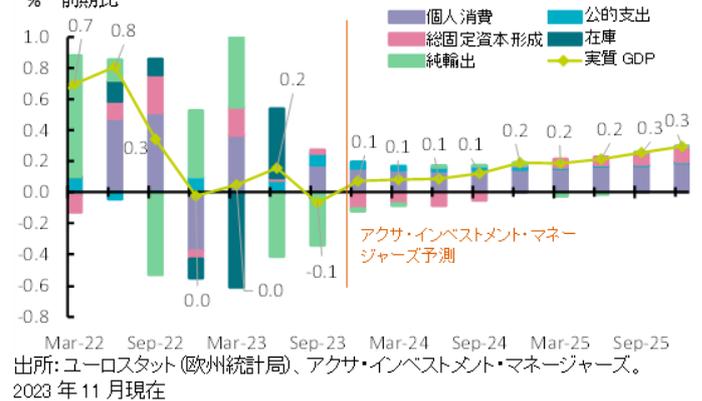
春以降、欧州連合委員会や同統計局(ユーロスタット)のデータによると、低調な企業景況感調査が続き、ユーロ圏の7~9月期(第3四半期)GDP成長率はわずかにマイナスとなりました。この企業景況感調査は依然として低迷しており、2023年後半にテクニカル・リセッション(GDPの2四半期連続のマイナス成長)入りする可能性も排除できません。しかし、10~12月期(第4四半期)には、インフレ率のさらなる低下により実質購買力が顕著に増加してウクライナ紛争前の水準(2021年第4四半期)を2%上回り、個人消費を下支えすると考えられます。全体として、ユーロ圏のGDPは2023年に0.5%成長すると当社グループは予想しています。

実質購買力の増加が見込まれることから、今後2年間は個人消費がユーロ圏の成長の主要な原動力となる可能性が高いと見られます(図表9)。妥結名目賃金の伸びは、2023年の高いレベル(前年比平均4.5%)から徐々に減速するものの依然として相当な水準を保ち、2024年と2025年にそれぞれ平均で4.0%と2.8%になる見通しです。これと労働市場の緩やかな沈静化とが相まって、インフレがさらに減速するにつれ、実質所得のさらなる増加に拍車がかかると見えています。消費者はパンデミック後に増えた貯蓄を維持していると思われる。当社グループは慎重な立場を維持し、今後2年間の個人消費の伸び率を1.1%、1.2%と予想しています。

投資はGDP成長率の足かせになる可能性が高いと考えています。建設活動と住宅ローンの過去の関係を見ると、今後住宅投資がさらに落ち込むことが予想されます。金融以外の企業の利益率が正常化すると想定すれば、主としてインフレ率の低下と連動して実質金利がさらに上昇すると、企業投資に打撃を与える可能性が高いと見られます。とはいえ、現在進行中の財政支援(主に「次世代EU」(NGEU)復興プログラム)、弱い最悪ではない需要指標、および、非金融企業や銀行の財務状況が以前の不況時よりも改善していることを踏まえると、企業投資の調整は過去の関係が示すよりも限定的になる可能性が高いと考えています。投資全体は2024年に減少しますが大幅な落ち込みではなく(平均-1.1%減)、2025年には回復する(平均+0.5%増)と予想しています(図表9)。

図表9: 個人消費-低成長を支える主要エンジン

支出がけん引するユーロ圏 GDP 成長
% 前期比



新型コロナ以降の経済状況を見ると、経済に影響を与える需要と供給の各要因の相対的重要性を特定する必要があることが明らかになりました。この非常に困難な仕事は今後も続きます。今後数年間については、供給問題はある程度解消されると考えていますが、すべて解消できる可能性は低いと思われる。しかし、新たなショックがない限り、需要がユーロ圏経済に影響を与える最も重要な要因となる可能性が高いと見えています。

全体として見ると、当社グループは低水準ながら右肩上がりの成長予想を維持しており、ユーロ圏経済の成長率は2024年に0.3%と低迷した後、2025年には、まだ潜在成長率以下ではあるものの、0.8%に上昇すると予想しています。需要が弱い状況は、失業率の緩やかな上昇とつながっています。2023年の失業率は平均で6.5%となり、2024年は6.9%、2025年は7.3%に上昇すると見えています。

インフレ率: 2%を達成する可能性が高いが、2025年半ばになる

ユーロスタットのデータによると、ユーロ圏の10月のインフレ率は予想外に下振れし、2021年7月以来初めて3%を下回りました。しかし、欧州中央銀行(ECB)が目標にする2%への道のりは、インフレ率が3%まで半減した過去5か月よりも時間がかかると当社グループは考えています。最近のデスインフレ傾向が終焉する主な理由は、エネルギーのベース効果であると見ています。食品とコア価格のデスインフレは、ゆっくりとしたペースですが、続く可能性が高いと見られます。一方、当社グループの予想では、インフレ率は2024年を通じて2.5%から3%の間で変動し、重要な点として、2025年初頭まではさらに低下するとは見ていません。2025年初頭になれば、賃金上昇率の鈍化や労働市場の緩和にインフレ率が反応して低下に向かうと見ています。ECBの2%目標は2025年半ばに達成される見通しです。

全体として、ユーロ圏のインフレ率は2023年5.5%となった後、2024年と2025年にそれぞれ2.7%と2.2%に低下すると予想しています。コア・インフレ率の鈍化はより限定的になる可能性が高く、2023年5.0%となった後、2024年には3%に低下する見通しです。コア・インフレ率は、2025年を通じて2%を超え、平均2.3%にとどまると予想しています。そのため、ECBは警戒態勢を崩さない可能性が高いと見られます。

ECB: 難しい政策順序

低水準だがリセッションを回避している経済成長、解消しつつあるがなお存在する供給制約、2%への低下に抵抗しているインフレ率といった状況を踏まえると、ECBのタカ派的姿勢は続く可能性が高いと見られます。ECBの預金金利(政策金利)は4%でピークに達した可能性が高いものの、2024年夏までは据え置かれると見ています。

政策決定の面では、ECBのバランスシート、特にパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の再投資が次の焦点です。これが、ユーロ圏各国間に発生する金融的格差という分断化を防止する最前線であることや、2024年のソブリン債発行総額が再び非常に高い水準になる見込みであることを踏まえると、PEPPの再投資は難しい問題となりそうです。

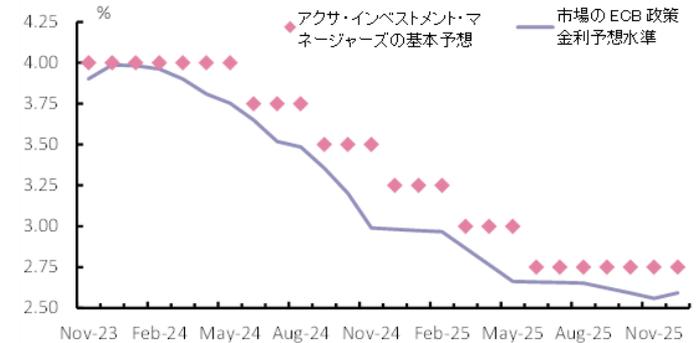
ECBは資産購入プログラム(APP)の手法をまねて慎重に進めるものと見られます。つまり、総発行額が季節的に大きい2024年1~3月期(第1四半期)は支援を撤回せず、その後、緩やかに予測可能なペースで再投資をしない形にもっていくと思われそうです。ECBの方針決定はこの冬、おそらく2023年12月よりも2024年3月に下される可能性が高いと見ていますが、いずれにしろ市場の状況によるものと思われそうです。PEPPの一部終了は2024年後半に開始されると予想しています。3月の決定は、業務枠組みの見直しと並行して行われる可能性もあります。この見直しは、ECBが過剰流動性問題に包括的に取り組む絶好の機会となると見ています。

ECBのチーフ・エコノミストと総裁はともに、2024年春にデータが公表される予定の、現在進行中の賃金交渉の重要性を強調しています。2024年のインフレ率が当社グループ予想の2.5%~3%の間で動く中で、賃金圧力の減速が確認されるならば、ECBはインフレ目標に向かう軌道に乗っていると安心できるものと思われそうです。労働単価の動向やインフレ期待も重要な要素になると考えています。また、供給問題が続いていることが先行きの予測を難しくしていると見ています。

当社グループの成長率予想は市場のコンセンサスやECBの見通しを下回っていますが、当社グループの予想では、ECBの最初の利下げは2024年6月であり、その後、四半期ごとに25ベースポイント(bp)引き下げられ2025年6月に2.75%になると見ています。利上げのときと同様、ECBは米連邦準備制度理事会(FRB)の動向に敏感に反応すると見られます。過去のデータから見ると、最低4か月程度遅くなる可能性があります。その場合、FRBが2024年6月に利下げする場合、ECBは9月の利下げが非常に合理的な選択肢となると思われそうです。これは、労働市場の鎮静化が、特に労働単価に関して予想よりも遅い場合にも正当化される可能性があります。6月であれ9月であれ、いずれにしろ、市場は最初の利下げが4月にあると織り込んでいる点では先走りすぎと思われそうです(図表10)。

図表10: 市場は利下げを積極的に織り込む

ECB 政策金利の市場予測



出所: Bloomberg, アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在

イタリア: 市場規律に(再び)注意

想定よりもはるかに高い政策金利、2023年春に起きた銀行へのストレス、過去最高の国債純発行額にもかかわらず、ユーロ圏のソブリン債市場は夏場に下落するまで驚くほど順調に推移しました。2024年から2025年にかけても現状に安住するならば、高い代償を払うことになるかもしれません。

イタリアでは新内閣誕生から1年以上が経過しましたが、イタリア政府の安定性は驚くべきもので、スペイン、ポルトガル、オランダなど緊急選挙を実施せざるを得なくなった他の国々とは状況が異なります。しかし、当社グループは、今後数年間も順調にいくとは考えていません。

イタリアの成長率は2024年と2025年にそれぞれ0%、0.5%とユーロ圏の他の大国であるドイツやフランス、スペインを下回ると当社グループは予想しています。これは、金融引締め、および、建設セクターの過去の好調に起因する投資の縮小によるものと考えています。また、ドイツの製造業の苦境や、より一般的には低調な世界経済の成長からも影響を被っていると見ています。イタリアの成長率に関する当社グループの予想が政府予想(1.2%と1.4%)よりはるかに低い原因は、すでに厳しい状況にある公的債務の動向よりも予算がさらに逸脱していると考えているからです。また、これも財政の中期的な持続可能性にとって非常に重要なのですが、NGEUによる資金供与はまだ順調に執行されていません。

さらに、当社グループの見積もりによれば、2024年のイタリア国債の正味の発行額(ECBの再投資額を差し引いた額)は、2023年より約500億ユーロ多くなる見込みです。個人の買いが2023年の政府の資金調達において重要な役割を果たしましたが、購入額をさらに増やせるかどうかはもちろん、同程度の買いが再び入るかどうか不明です。このため、同国10年物国債(BTP)は、金利水準やスプレッドに関しては、国内要因だけでなく世界の金利動向からも影響を受けやすくなっているものと思われます。今後の財政ルールが明確になるまで、ECBは微妙なバランスをとりながら進む必要があると考えられます。

英国 – ラグがイングランド銀行の利下げを加速させる可能性



David Page
 マクロ・リサーチ責任者
 マクロ・リサーチ – コア・インベストメント

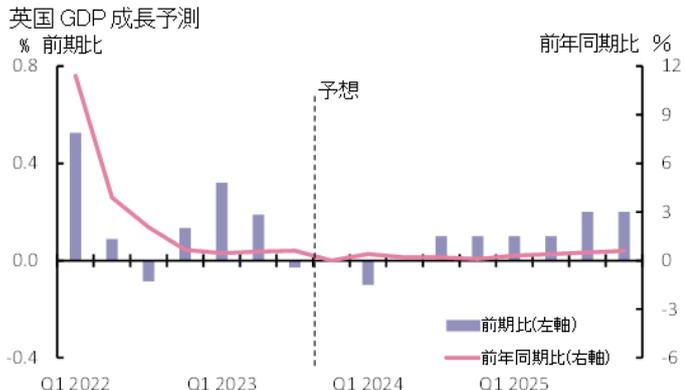
主なポイント

- イングランド銀行(BOE)の金融政策はピークに達した模様だが、金融環境は住宅ローン金利の上昇で2024年を通じて引き締められたままとの見込み。
- 2024年の経済は景気後退(リセッション)の瀬戸際であり、下振れリスクの方が高く、成長は2025年にある程度加速する見込み。
- 金融政策のラグ(遅れて現れる効果)を考慮すると、BOEは2024年8月から緩和し始め、想定以上の速さで利下げを実施すると思われる。

ラグが景気後退を引き起こすおそれ

2023年は英国にとって厳しい年でしたが、英国家統計局(ONS)のデータによると2022年の10月から過去12か月間でインフレ率は11.1%から4.7%に低下し、経済は景気後退を回避する一方、英国債の利回りは低下しました。しかし、2024年はさらに厳しさを増しそうです。インフレ鈍化の進行は家計の購買力を下支えしますが、金融引締めの強化が家計を圧迫する可能性が高いと見られます。また、住宅ローン残高は低下するものの、住宅ローン金利の大幅な上昇による影響ははっきりと表れるものと思われる。この住宅ローン金利の上昇による影響は、今回は固定ローン取引が多いため過去の景気サイクルよりも遅れて現れると思われる(図表11)。従って、2023年には影響が遅れて現れ、2024年には影響が大きくなります。例えば、賃貸の家主は借入コストの上昇を家賃に転嫁するため、家賃が上昇すると思われ、ONSなどのデータではすでに二桁台の上昇率を示しています。

図表11: 英国はリセッションをまたも際どく回避の見通し



出所: 英国家統計局、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在

個人消費の低迷が、2024年と2025年のGDP見通しを支配する要因となりそうな気配です。しかし、弱い景気見通しや借入金利の上昇、政治の不確実性(インフラプロジェクトの中止や気候変動への政府のコミットメントなど)によって、投資も低迷する可能性が高いと見られます。当社グループは、GDP成長率を2023年に0.5%、2024年に0.0%、2025年に0.5%と予想しています。当社グループの中心的な見方はリセッションに極めて接近しており、リスクはリセッションに陥る方に傾いています。しかし、これまでの引締め波及効果が弱まり、新たな緩和が見込めることから、経済活動は2025年を通して緩やかに加速すると予想しています。

成長の低迷により、労働市場は一段と緩むと見られます。失業率は現在の4.2%から5%に上昇すると予想していますが、この上昇はBOEの想定よりも早まると見えています。そのため、賃金の伸びは現在の7.9%という高い水準から2025年末には4%以下に減速すると予想しています。こういった労働条件の緩和は、デスインフレに貢献します。年初来のインフレ率の低下は、エネルギー・インフレ率の低下、食品インフレ率の上昇鈍化、エネルギーを除くコア財インフレ率の大幅な低下の組み合わせによるものと考えられます。サービスのインフレ率は今のところ高止まりしていますが、軟化し始めています。労働市場の緩和が予想されることから、サービスのインフレ鈍化はさらに進む見通しです。当社グループは、インフレ率が2023年に平均7.5%、2024年に同3.1%、2025年に同1.8%になると予想しています。当社グループの予想によれば、インフレ率は2025年半ばにはイングランド銀行(BOE)の目標値2%を下回ります。一方で、賃金インフレが下がりにくいいため、より広範なサービスのインフレ鈍化が遅れる可能性があります。

BOEは、政策金利を9月以降5.25%で据え置いており、当社グループは、政策金利がピークに到達したと考えています。供給余力が拡大しインフレ率が低下するとしても、これまでの引締めの効果が遅れて現れることにより、2024年を通して、また2025年に入っても金融環境は引締め気味になる可能性が高いと見られます。BOEは、2024年に金融緩和を開始し、インフレ率が2025年に目標値を下回り、かつBOEの予測対象期間を通して目標値を下回り続けることに焦点を移すと見られます。当社グループは、BOEが2024年春に賃金の伸びの鈍化を確認した後、8月に25bpの利下げを行うと見えています。一方で、利下げ時期が早まるリスクの方が遅くなるリスクよりも幾分高いと考えています。その後、2024年末までに4.5%に利下げし、2025年半ばまでに3.75%にする予想していますが、これは市場の現在の予想よりも大幅な引き下げとなります。また、BOEは2025年を通して量的引締めを維持し、おおむね安定したペースで積極的に保有債券の売却を進めると見えています。

英国でも、今後2年以内に総選挙が予定されており、2024年10月に実施される可能性が最も高い模様です。現在の保守党政権は過半数をかなり超える議席を有しているものの、今のところ、世論調査や最近の補欠選挙は労働党政権を示唆しています。両党は過去10年間は左右に極端に分かれていましたが、再び中道路線で争っています。中道政権と財政面

の大きな制約を踏まえれば、どちらの政党が政権をとっても2025年の経済に関する政策の違いは限定的になると思われます。3月に小幅な財政拡大(GDP比約0.5%)が行われると当社グループは予想しています。新政権は最初の数年で大幅な財政緊縮化を図る必要に迫られる可能性が高く、その場合、金融緩和が加速する可能性があります。

カナダ - 粘着的なコア・インフレに直面するカナダ中央銀行



David Page
マクロ・リサーチ責任者
マクロ・リサーチ - コア・インベストメント

主なポイント

- 2023年の成長率は予想よりも堅調だが、GDPは第2四半期以降低迷し、景気後退の瀬戸際にあると見られる。金融引締めが遅れてもたらす効果が大きなリスクとなる可能性がある。
- インフレ率はおおむね予想通りに低下したが、コア指数は高止まりしている。単位労働コストの上昇が2%目標達成の障害となる可能性がある。
- 金利は5.00%でピークに達したと思われる。緩和サイクルは2024年7月からようやく始まり、2025年7月までに3.50%になると見ている。

景気後退の瀬戸際

カナダ経済は、力強いスタートと底堅い隣国(米国)経済に助けられ、1年前に懸念されていたよりも好調でした。しかし、成長は第2四半期以降低迷しており、家計がカナダ中央銀行(BOC)の金融引締めが遅れてもたらす効果に耐える中、リセッション(景気後退)に陥るリスクが生じていると思われる。さらに、人口の大幅な増加(年央までに2.9%増)により、G7諸国の経済統計によれば、一人当たりGDP成長率はG7の中でカナダが最低となったと見られます。

主に懸念されるのは家計部門です。英国と同様、カナダの家計部門も金融引締めの影響を強く受けられると思われる。金利上昇を受けて住宅ローン条件が再設定された世帯は、2023年末の時点で40%程度にとどまる見通しです。この割合は、2024年末に60%強、2025年末には80%強になる見通しです。インフレ率が低下しても、雇用拡大の鈍化と賃金上昇の減速により、実質所得の伸びは鈍化すると当社グループは予想しています。また、各国の経済統計を見ると、G7諸国と比較して、カナダの家計は負債が大きいため、借入を増やす余地がありません。ただし、米国と違って、家計はまだ高い貯蓄水準を保っており、それが支出を下支えする面はあります。当社グループは、今後数四半期は消費の低迷が続き、小幅なマイナス成長になると見えています。

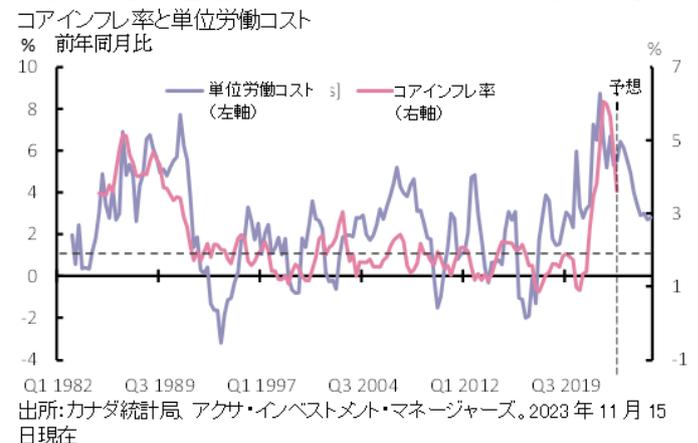
家計部門の弱さ以外では、外国からの直接投資を後押しする米国の投資支援政策の恩恵をカナダは受けているものの、最近の企業収益の減少や金利の上昇、弱い先行き見通しにより、企業の投資は今後数四半期にわたって後退する見込

みです。さらに、2023年は貿易条件の好転が輸出を支えましたが、予想される外国経済の成長鈍化が輸出を押し下げる可能性が高いと見られ、カナダ統計局によれば貿易収支は2023年に大きく改善し黒字化しましたが、2024年と2025年には収支が均衡する見通しです。当社グループの予想によれば、2023年のGDP成長率は1.1%、2024年は0.5%、2025年は1.7%となると見えています。米国または中国の経済成長が軟化すれば、カナダ経済はリセッションに陥ると見られます。また、BOCの金融引締めが遅れてもたらす効果が大きくなる場合も、リセッションに陥る可能性があります。

統計局によれば、インフレ率は2022年6月の8.1%から2023年10月には3.1%に低下しました。2023年のインフレ率は平均4.0%と、1年前に想定した4.2%に近くなる見込みです。インフレ鈍化の大部分はエネルギーのベース効果によるもので、コア指標は高止まりしており、BOCはコア・インフレ率の粘着性に警鐘を鳴らしています。当社グループは、インフレ率がさらに低下し、2024年には平均3.2%、2025年には同2.6%になると予想しています。

カナダは、コア・インフレの鎮静化を達成する上で、独特の、かつ相互に関連する課題に直面しています。国連データによると、カナダは移民が比較的多い国です。住宅コストが比較的高く、それに伴い家計は比較的大きな債務を抱えていると見られます。さらに、カナダの高技能移民政策を考えると異例な事態ですが、パンデミック以降、生産性の伸びが低迷していると思われる。公共部門の雇用の大幅な増加と長期にわたる企業投資の低迷がこの直接的な原因ですが、IMF(国際通貨基金)は、住宅ブームを経験している他の国と類似しているとして、資源の不適正な配分に懸念を示しています。低い生産性は、単位労働コストを高止まりさせ、2025年になってもコア・インフレ率が2%に戻るのを妨げると見られます(図表12)。

図表12: 低生産性がBOCのインフレ抑制策を妨げる



BOCはインフレ率を目標値まで引き下げること重点を置いており、コア・インフレ率を非常に懸念しています。とはいえ、経済はリセッションの瀬戸際にあり、金融の安定に影響が及ぶような住宅部門の大幅な調整が起きるおそれがあります。当社グループの予想によれば、BOCは政策金利を5.00%に据え置き、今後数四半期の間、実質金利の上昇を許容すると思われま。さらに、インフレの粘着性への懸念から、低成長にもかかわらず、2024年の金融緩和のペースはゆっくりとした

ものになると考えられます。当社グループは、BOCが2024年7月から12か月間で政策金利を125bp引き下げ、政策金利を2024年末までに4.25%、2025年7月までに3.5%にすると予想しています。これは市場予想よりもわずかに時期が遅いのですが、純粋に金融政策のルールに従えばこのような予想になります。これらの課題のため、BOCは財政と金融政策の整合性を強く求めており、フリーランド財務相による最近の予算はおおむねこれに込えていると思われま。

日本 - 日本銀行の年



Hugo Le Damany,
エコノミスト
マクロ・リサーチ・コア・インベストメント

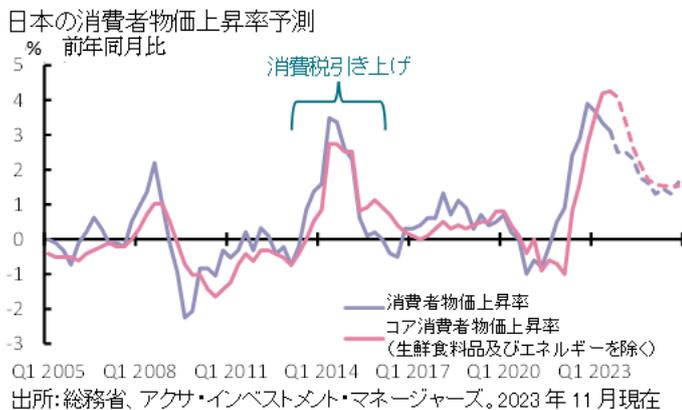
主なポイント

- 日本は、賃金上昇をきっかけとして、わずかに高いインフレの時代に自律的に向かっている。
- 経済成長は鈍化する可能性が高いが、他の先進国や潜在成長率を上回る見通しである。
- 日銀は慎重姿勢をとっているが、イールドカーブ・コントロール(長短金利操作)はほぼ終わりつつあると思われる。2024年春から徐々に利上げを開始し、2025年末までに0.25%に達するとみられる。

デフレの恐怖から脱却するか？

日本経済は転換期を迎えつつあるようです。エネルギー・コストの上昇や円安がもたらした世界的なインフレ・ショックに助けられて、物価動向は改善しつつあります。それでも、継続的なインフレ率が2%に上昇する可能性はまだ低いと当社グループは考えていますが、インフレ期待の高まりによって、何十年もデフレに苦しんできた経済は変わろうとしています。賃金は長い間、国内の弱いインフレ圧力の代表格でしたが、持続的に上昇しそうな気配を示しています。2023年の春闘における賃金交渉で、連合(日本労働組合総連合会)は20数年ぶりに高い賃上げ(基本給2.1%増)を実現しました。2024年の春闘に関する初期段階の兆候によれば、労働組合側が合計で少なくとも5%(うち3.5%分が基本給と推定)の賃上げを要求しうることから、2023年を上回る賃上げになる可能性があります。

図表13: インフレは低下



2024年のインフレ率は、ベース効果によりやや軟化する見通しですが、賃金上昇圧力が強まることから、過去の水準よりも高くなる可能性が高いと見られます。当社グループは、インフレ率が2023年に平均3.2%、2024年に同2.2%、2025年に同1.6%になると予想しています(図表13)。

また、成長率は、政府の手厚い景気刺激政策と実質所得の改善に支えられて堅調に推移すると予想しています。この37兆4000億円の刺激策(うち14兆3000億円は補正予算)はGDPを0.8ポイント押し上げると見られ、当社グループの予想によれば、GDP成長率は2023年、2024年、2025年にそれぞれ1.9%、1.2%、1.0%となる見込みです。

日本銀行(日銀)は、10年物国債利回りに対する規制(イールドカーブ・コントロール、YCC)を順次緩和しており、現在は1%の上限を「目途」とみなすことにより、事実上、政策を骨抜きにしています。当社グループは、YCCの正式な終了に合わせて、金利政策の正常化に向けた最初の一步が踏み出されると見えています。翌日物コール金利は10ベーシスポイント(bp)引き上げられて0.0%になる可能性が高く、これにより8年間続いたマイナス金利政策は終了する見通しです。当社グループの基本シナリオでは、この実施は2024年4月ごろの可能性が高く、日銀が2024年の春闘の結果をより良く把握した段階で行われると見えています。日銀はその後慎重に行動すると見られ、当社グループの予想によれば、第4四半期に10bp、2025年上半期におそらく15bpの利上げを行い、2025年末までに政策金利を0.25%に引き上げます。

リスクに満ちた正常化への道

日本の金利上昇がどのようになるかを市場が考慮し始めるにつれ、正常化の道は日本だけでなく世界経済にもリスクをもたらすと予想されます。低金利が長い間続いたことから、日本の住宅ローンの60%は変動金利です。指標となる短期プライムレートが変わらなければ、マイナス金利政策の終了は住宅市場にそれほど影響を与えないでしょう。しかし、短期プライムレートが一段と上昇する場合には、既存のローンの支払いに影響が生じます。所得への影響は乗り切れそうですが、消費意欲や住宅市場が広く影響を受けるリスクがあると思われます。

企業の資金調達コストは短中期の金利の影響をより強く受けることから、企業も同様の問題に直面する可能性があります。金利上昇が既存の変動金利ローンに波及するため、マイナス金利政策の終了による影響はすぐに現れると思われます。これも全体的には乗り切れる見通しです。しかし、脆弱な企業や中小企業(いわゆる「ゾンビ」企業のほとんどが含まれます。)にとっては、追加の打撃となる可能性があります。これは、日銀による持続的な利上げサイクルが直面するハードルの高さを浮き彫りにしています。

政府も、金利上昇によるリスクに直面するものと思われます。財務省などのデータによると、日本の政府債務残高は2021年度末でGDP比263%であり、G7の中で最も高くなっています。債務返済コストの上昇は、すでに厳しい状況にある財政のさらなる負担になる可能性が高いと見られます。最後に、この予想される金融政策の正常化は、他の先進国の金融政策サイク

ルからも影響を受けます。日銀の政策金利が徐々に上昇し、他の地域で緩和が進むと予想される場合、円高になる可能性が高く、経済成長やインフレ目標達成にとって逆風となります。

中国 – 短期的な救済、長期的な課題



Yingrui Wang
 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

- パンデミック明けの最初の年となった2023年だが、景況感が揺れ動き政策支援が遅れたことにより上半期は低迷したが、その後、景気刺激策のペースが速くなった模様。
- 2024年は支援策に支えられ、最終的には外需も増加することにより、四半期ごとの成長率は加速すると見られる。
- しかし、公表された景気刺激策の景気押し上げ効果は2025年には薄れ、かえって将来の不均衡をもたらし、長引くかもしれない調整期間に入るおそれがあると思われる。

コロナ禍の混乱を免れたが、傷跡が目立つ

中国の厳しいゼロコロナ政策は2022年12月末に解除され、2023年はコロナ禍の混乱がない最初の年となりました。しかし、景気回復は壁に直面し、1~3月期(第1四半期)こそ初期的な回復を示したものの、いくつかの逆風が生じ経済を圧迫した模様です。その後、やや遅かったものの強力な景気刺激策によって経済は支えられ、2023年の成長目標である「5%前後」の達成に向けて順調に進んでいるものと見られます。

ジェットコースターのように揺れたコロナ禍の制限措置の3年間や不動産市場の混乱で国民の景況感が悪化し、それは上半期に物価の低迷や抑制的な消費、投資の不振となって表れました。中国政府は8月になって動き出し、住宅需要の促進と家計の圧力緩和を目的として、住宅ローン金利の引き下げを中心とする強力な支援策を発表しました。

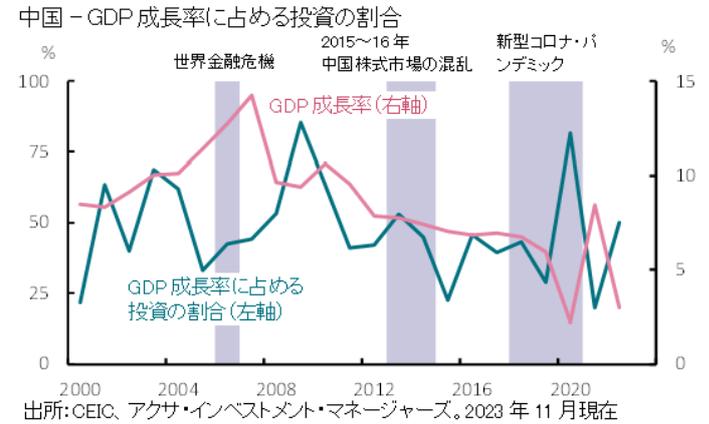
中国経済の先行きは、中央政府の今後にかかっていると考えられます。消費者と投資家の景況感を大きく回復させるために適切で時宜を得た支援策が実施されれば、2024年はもっと明るくなり、2025年はより安定したものになると当社グループは見ています。

景気刺激策の波及経路としての投資

中国の従来の経済ドクトリンによれば、経済成長を牽引するのは投資、消費、輸出の「3頭立て馬車」です。景気が低迷した場合、通常、景気刺激策に基づく投資が少なくとも成長を支援するための政策手段となります(図表14)。今回も例外では

ありません。中国政府は7月、地方政府特別債の発行を前倒しするよう指示しました。10月には異例の年度半ばでの予算見直しにより財政赤字を1兆人民元拡大することとし、資本市場を驚かせました。2024年の地方政府債(LGB)割当て分の早期発行とともに、これらの指令は、投資の強化により、2024年に向けてより多くの支援を提供することを目的としています。

図表14: 投資はGDP成長率を何度も救ってきた



歴史的にみて、LGBの発行を通じた投資促進策は、インフラプロジェクト(通常、期限を延長)への支出につながります。したがって、このような促進策の影響はすぐにではなく、徐々に現れます。当社グループは、2024年を通して投資への支援が行われ、それによって経済が維持されると見ています。

輸出が続く

2023年は、世界的なインフレと先進国の個人消費の減少により、中国の輸出にとって非常に厳しい1年となりました。それにもかかわらず、機械・電気製品や自動車など一部の分野は堅調に推移し、2018年以降の電気自動車の輸出拡大を背景に、中国は日本をも抜いて世界最大の自動車輸出国となりました。

中国は「産業高度化」構想の一環として、高付加価値製造業を輸出面で強化することを目指しています。今後の見通しとしては、先進国のインフレが軟化するにつれて世界の需要は回復すると見られ、2023年終盤から2024年以降にかけて中国の輸出環境は改善する可能性があります。しかし、地政学的な動向によって状況が変わるかもしれません。米国や欧州連合が何らかの厳しい規制を課すならば、中国の輸出や同国の製造業は大きな影響を受けるおそれがあります。最近のAPEC(アジア太平洋経済協力会議)でのジョー・バイデン大統領と習近平国家主席の会談は、米国が、中国法医学研究所の輸出規制を含む制限措置の一部を解除したことで米中関係の雪解けを示唆しました。しかし、2024年の米大統領選

拳によっては、この関係改善ムードは急速に反転する可能性があります。

消費は不動産市場次第

中国は自宅文化の国です。2020年の調査¹によると、中国の世帯の80%以上が自宅を所有しています。中国経済では投資の選択肢が限られていることや社会保障制度が不十分であるため、住宅は中国の世帯にとって主要な投資手段でもあります。都市部の世帯の20%以上が複数の家を所有しており、多くの場合、賃貸収入を得ていません。住宅資産は家計資産の60%と大きな割合を占めており、約30%である米国とは顕著に異なっています。

不動産市場の混乱が2021年に始まって以降、中国の世帯は資産価値を心配しており、それが抑制的な消費行動と、予防的な貯蓄の持続的増加につながっています。こういった行動は、住宅ローンの支払いが所得に影響を与えていることだけを反映したものではなく、むしろ不動産の減価から生じる財産面の不安に対処するものであり、マイナスの資産効果とすることができそうです。したがって、不動産市場の安定は消費マインドを高め、消費を下支えする上で極めて重要と思われます。

家計への圧迫を軽減し、住宅需要を高めるため、金融政策や財政による取り組みが8月から行われています。しかし、不動産セクターの構造的な問題への対処は長い道のりであり、今始まったばかりです。政府の継続的な支援は、住宅市場の安定だけでなく、建設などの関連セクターや個人消費への長期にわたる負の影響を防止するためにも不可欠と思われます。

当社グループは、基本的なシナリオとして、中国政府が今後2年間、住宅市場への需要を支援するのに十分な措置を実施し、世帯が抱える懸念を緩和すると見えています。サービス部門と労働市場が回復するにつれて、消費者の景況感は2024年を通じて改善すると見込まれます。したがって、人々の消費意欲の改善と豚肉価格の変動の縮小により、今後、消費者物価は上昇し、消費者物価指数は、2024年に平均1.1%上昇し、2025年には2%に達すると見えています。

政策による支援は将来の問題をはらむ

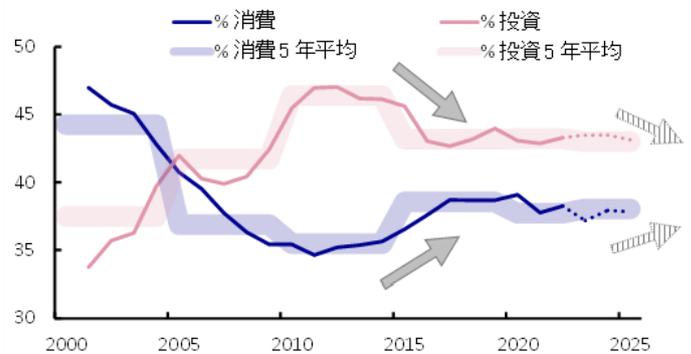
中国経済は、景気の深刻な落ち込みを回避するために政策による支援を必要としていると見えています。しかし、中国政府の戦略は過去の投資主導の成長モデルに基づいていると思われます。過去のデータによると、こうした成長モデルは短期的には有効ですが、それは将来のコストをはらんでいると考えられます。地方政府の投資の大部分は、必然的に、主として公共財を供給するインフラ・プロジェクトに注ぎ込まれますが、これらのプロジェクトの収益性は一般的に低いと見られています。

この状況は、地方自治体のバランスシートの圧迫につながる可能性があります。中央政府は最近、地方政府に代わって債務を引き受ける意向を示していますが、「より多くの負債、より多くの投資、低い収益性」のサイクルを永続させ、資源の不適正な配分を助長することになる可能性があります。

もっとも、この投資中心モデル(図表15)は、中国政府にとって最もなじみがあり、最も好んでいるように見える選択肢です。家計への直接的な財政刺激策はこれまで一度も用いられたことがなく、これを実施するための確立された経路はなく、国民の景況感を反転させないことからその有効性に疑問が投げかけられています。

図表15: リバランスが再び政策課題となる時期

中国 - リバランス



出所: CEIC、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在

中国は2024年、不動産市場の問題や地方政府の債務問題に優先的に対処し、経済支援に関する財政・金融手段を総合的に活用してこれらの問題にあたるものと思われます。この結果、2024年には四半期ごとの成長率が加速しますが、2025年に入ると景気刺激策の効果が薄れるにつれ減速すると見られます。当社グループの推定によれば、年間成長率は2024年の4.5%がピークで、2025年には4.2%に減速すると見えています。

構造改革が長期的な解決策

過去40年間にわたって目覚ましい「チャイナ・スピード」で経済成長を達成できたのは、いくつかの重要な要因、すなわち人口ボーナス(子供と高齢者に比べ、労働力人口が多い状態)、世界貿易機関(WTO)への加盟、東アジア地域の再編、そして、これらを支えた構造改革があったからと考えられます。鄧小平元最高指導者が1978年に行った経済改革が、現在の中国の経済的、世界的影響力をもたらしました。景気刺激策は景気サイクル的な課題に効果的に対処し、短期的な押し上げ効果を発揮しますが、この支援が弱まると長年の構造的な問題が再び浮上する可能性があります。これは中国政府も認識

¹ Huang, Y., Yi, D., & Clark, W. A., "Multiple home ownership in Chinese cities: An institutional and cultural perspective", *Cities* Vol. 97, 2020年2月

している課題です。依然として決定的に重要な問題は、支配力を手放し、必要な構造改革に着手することができるか、とい

うことと考えられます。しかし、習主席の最近の行動からみて、この点は疑問です。

新興国 - 危険(ドル)と隣り合わせ



Irina Topa-Serry
シニア・エコノミスト(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

- 世界的な金融環境が引き締められる中、新興国は構造的に健全な状況にある。一部のフロンティア国にとって、国際資本市場へのアクセスは依然として難しいかもしれない。
- 中央ヨーロッパとアジアでは成長の回復を予想しているが、中南米では成長トレンドが分かれると思われる。
- 米連邦準備制度理事会(FRB)のスタンスと国内のデイスインフレの状況から、金融緩和サイクルは浅くなる可能性が高い。2024年は新興国全域にわたって選挙の多い年であり、財政再建は限定的になる可能性がある。

1990年代とは異なる

米国の金融政策で予想される「高く長く」のシナリオは、1990年代を想起させます。当時は、1994年のメキシコ「テキーラ」危機、1997年のアジア金融危機、1998年のロシア危機など、新興国で大きな危機が相次ぎました。確かに、米国の高い実質利回りドル高は、多くの国、特にハード・カレンシー建ての借入れに大きく依存し既に不安定な金融状況にある国々に圧力をかけ続けることになると考えられます。世界金融危機後の緩和的な世界の金融環境により、多くのフロンティア諸国は国際債券市場で、これまでにない多くの資金を調達することができました。しかし、2023年は、大半のフロンティア国のソブリン債発行が2年連続で大きく落ち込み、一部の国は市場へのアクセスを完全に閉ざされてしまいました。いくつかの国では債務再編交渉がかなり進んだ状態にあり、多国間の資金が政府の資金需要を補うためにますます入ってきています。しかし、エジプトやケニアなどでは、注意深い監視を必要とする脆弱な状況が続いていると見られています。

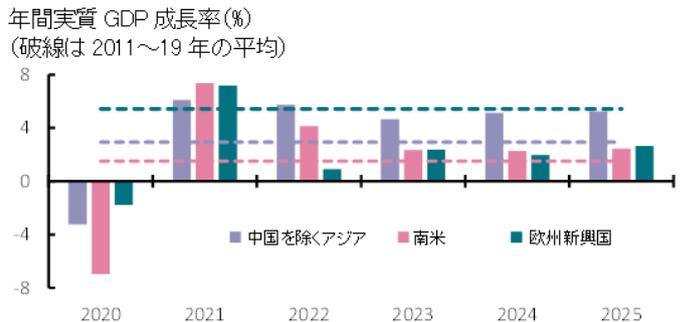
こういった特定の市場セグメントを除くと、新興国は、1990年代と比べて構造的、制度的に外部の逆風に立ち向かう準備が整っていると思われます。具体的には、現地通貨建て債券市場が大きく発達し、外部資金への依存度が低下していると考えられます。また、為替レートの変動が認められ、圧力の高まりが軽減されてきたと思われます。さらに、中央銀行がインフレ期待の抑制や、外貨準備の管理による金融の安定性確保を以前よりうまく行えるようになった一方で、銀行システム

の資本強化が進み、その結果、制度への信頼性が高まっているとも考えられます。もちろんアルゼンチンやトルコなど例外もあります。しかし、全体的な基盤が構造的により健全であることから、システミックな危機が起きるリスクは限定的と考えられます。さらに、過去2年間の新興国債券市場からの短期資金の流出状況を見ると、外国人投資家のポジションは比較的小さいことがわかります。

地域間および地域内の成長格差

俯瞰的に見ると、新興国の2024年と2025年のGDP成長率に関する当社グループの予想では、非常に素晴らしい回復力を示しているように見えるかもしれませんが。中国の平均GDP成長率が鈍化していることを考慮すると、なおさらです。当社グループの予想では、新興国全体の成長率は2023年が3.9%、2024年は4.0%、2025年は4.1%となっています。中国を除くと、成長率は2023年が3.3%で2024年と2025年はそれぞれ3.7%と4.0%に上昇します。しかし、この成長の加速の多くは、中国を除く新興国GDPの35%強を占める、経済規模の小さい国々によるものです(これらの小規模の国々の見通しについては国際通貨基金(IMF)の推計によっています)。一方、経済規模の大きい新興国に対する当社グループの評価はそれほど楽観的ではなく、経済成長は2024年に減速し、2025年に入り金融緩和に伴い安定すると見えています。それでも、2025年のGDP成長率は、アジア諸国と欧州新興国ともに、世界金融危機後からパンデミック前までの平均値に届かないと見られます。また、地域間および地域内で大きな開きがあると思われる(図表16)。

図表16: 世界金融危機後から新型コロナ前までの平均成長率に近づく



出所: IMF, アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在
地域の成長率はIMFの購買力平価加重により計算: 中国を除くアジア=インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、韓国、台湾、シンガポール。南米=ブラジル、メキシコ、チリ、コロンビア。欧州新興国=ロシア、トルコ、ポーランド、ハンガリー、チェコ

アジアは、2024年に成長が突出して加速する唯一の地域と予想されます。アジア全体では、2023年に非常に良く持ちこたえたインドとインドネシアで成長が続くと見られる一方、経済規

模の小さい国々でも経済活動が活発化すると見えています。中南米では、ブラジルとメキシコの経済活動が減速する見通しです。2023年、前者は例年以上に良かった農産物の収穫に支えられ、後者は米国の力強い成長が波及したことで恩恵を受けました。一方、2023年、鉱業セクターの問題や政治的不確実性に対処しなければならなかったチリとコロンビアでは状況が改善する見通しです。欧州新興国は、依然として状況が大きく分かれています。ロシアとトルコは減速する一方、中欧経済は消費の回復に加えて、欧州連合の基金の一部が2024～2025年に流入することにより、下支えされる見込みです。

全般的にみると、各国は米国経済がリセッションにはならなくとも減速することに対処する必要があると思われる。同時に、米国の実質金利がプラス圏にあることが、新興国の名目金利の水準に引き続き圧力をかける可能性が高いと見られます。投資は、2024年初頭まで低迷する可能性があります。中国の四半期ごとの成長率が加速することにより、外需が改善し始める可能性があります。さらに、韓国の最近の輸出回復は、世界の製造業の景気サイクルがゆっくりと回りつつある可能性を示唆しています。先進国市場の消費者により近い（中南米でのニアショアリング（地理的に近い近隣国に事業を移転すること））、また、中国から離れる（アジアでのフレンド・ショアリング（同盟国や友好国などに事業を移転すること））製造業サプライチェーンの調整が外国からの直接投資を通じてもたらすプラスの影響について、当社グループは引き続き調査する予定です。

消費に関しては、これまでのインフレ鎮静化で家計の購買力が向上したことによる好影響が現れる可能性があります。中欧諸国では、2024年に実質賃金の伸びがプラスになると見られます。労働市場はこれまでのところ底堅く推移しており、今後数年間で著しく悪化するとは予想していません。さらに、IMFによると、新型コロナ禍からの累積超過貯蓄は新興国全体にわたって残っており、個人消費のクッションの役割を果たす可能性があります。ただし、このような貯蓄が不均等に存在しているという問題はあります。

インフレと金融緩和に向かうFRB

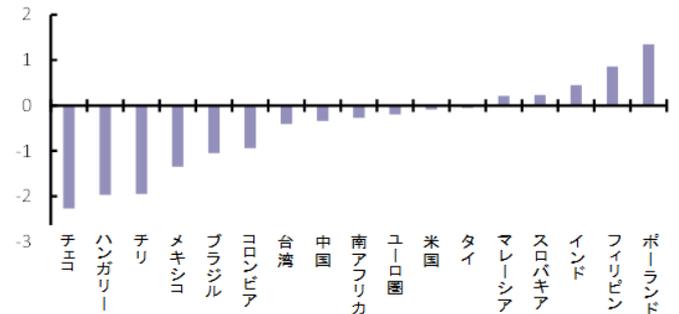
インフレ率は、パンデミック後の経済再開によって起きた供給ショックが収束したことを背景に、新興国全体にわたって全般的に予想以上に鈍化しました。エネルギー価格はインフレ鈍化の流れにおいて重要な役割を演じました。また、食料価格も高騰する状況ではなくなりました。しかし、天候に関連した生産の混乱を背景に一部の分野ではインフレのリスクが残っており、インドの小麦禁輸措置のように、生産国が輸出の禁止措置を実施するならば、さらに混乱が増すおそれがあります。さまざまな国で残存している燃料や食料品への価格補助金が撤廃される可能性があることも、今後のインフレ予想が上振れするリスクの一つです。とはいえ、各国の経済データによると、トルコの顕著な例外を除いて、新興国のコア・インフレ率

は約1年前のピークから低下しています。当社グループが調査した大半の国で、インフレ率は、今後2年間の予測期間内に様々な速度で各中央銀行の目標に到達すると見られます。追加的な外的ショックがなければ、資本市場の焦点はインフレ鈍化から金融緩和に移ると見られます。

インフレ鈍化により、複数の開発途上国の中央銀行は2023年の時点で利下げを開始しました。これにはウルグアイ、チリ、ブラジル、ペルーの中南米諸国やハンガリー、ポーランドの欧州新興国が含まれます。こういった国は2024年以降、さらに増えると見られます。しかし、今後のインフレ鈍化の速度にもよりますが、比較的高い米国の実質利回りと強いドルのため、積極的な緩和はできないのではないかと当社グループは考えています。新興国の中央銀行の間では、緩和に対する慎重論が増えています。これらの中央銀行は、インフレ率が目標に向かって明確に収束するよう万全を期すとともに、金融の安定性を確保し外国投資家の利益を維持するのに適切な金利水準を維持したいと考えていると思われる。その最も顕著な例はインドネシア中銀(BI)で、政策金利を年初から据え置いた後、10月に25bp引き上げ6%としました。インドネシアのインフレ率はBIの許容幅(2%～4%)の下限に近く、ここから加速すると予想されているものの、BIにとって安心できる範囲に十分とどまると見えています。BIの利上げはむしろ2023年4月以降のルピア安に対応したもので、外国人投資家のセンチメント悪化を防ぐための予防的なものと思われる。もっとも、市場に織り込まれている予想実質政策金利は、2024年に多くの新興国が金融緩和に向かうことを示唆しています(図表17)。

図表17: 金融緩和が今後予想される

事前実質政策金利の変化:2024年末 対 2025年末
市場に含まれている政策金利、年末インフレ率の市場コンセンサス



出所: Bloomberg, アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在

アジアを除き、予想を上回るほどにはインフレ鈍化が進まず、したがって、金融スタンスがかなり引締まった状況の場合には、新興国の政府は、2020年以降の債務の増大や金利負担増によって財政政策の余地が縮小するために、次第に制約を感じるようになると思われます。2023年に消費者を支えたインフレ対策は段階的に廃止される見込みであり、財政刺激策も縮小すると見られます。しかし、新興国にとってここ数十年で最も選挙が多い年に財政再建の動きがあるとはあまり考えられません。一方で、財政当局と金融当局の間の緊張がより顕著になる可能性があります。財政支出拡大に対して、中央銀

行はよりタカ派的な(または、あまりハト派的でない)反応を示すのではないかと当社グループは考えています。そうなれば、2025年の成長見通しに下押し圧力がかかる可能性があります。

リスクと不確実性はいつもどおり多い

いつもどおり、中国と米国の政策の変化、米国債の先行き、米ドルの動き、地政学的動向、コモディティ価格の推移は、当社グループの新興国マクロ市場見通しにとって依然として大

きなリスクとなっています。各国の政治も、2024年に予定されている多くの地方選挙や議会選挙、大統領選挙などの際に注目を集めるものと思われます。選挙は、1月に台湾で始まり、春にはインドネシア、インド、韓国、夏にはメキシコと南アフリカ、年末にかけてはルーマニアとウルグアイなどで行われる予定です。セネガル、ガーナ、スリランカなど多くのフロンティア国でも選挙が実施される見込みです。しかし、米大統領選挙は、それが引き起こす可能性がある貿易や投資の変化を通じてより広く深刻な影響を及ぼすことから、新興国にとって2024年の最も重要な選挙となる可能性があります。

欧州新興国 – ようやく改善したように見える



Irina Topa-Serry
シニア・エコノミスト(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

- 2023年の低迷の後、2024年および2025年には中欧全体で成長が復活する見通し。インフレ鈍化は家計の収支を改善し、金融緩和を可能にすると思われる。ポーランドでは今後財政引締めが予想されるが、EUの基金から資金が流入するとみられる。
- トルコは、2024年3月の地方選挙を前に、累積した不均衡を抑制するため、正統的な政策への段階的移行を選択した。この選択はリスクを伴う可能性がある。トルコは対外資金調達に絡んで、引き続き短期資金の動きの影響を受ける可能性が高い。

中欧:ドイツの苦境から切り離されるか?

中欧諸国では、外需、特に輸出先の20%~35%を占めるドイツからの需要が弱い状況が続いています。各国の統計データなどによれば、自動車産業は、チェコの輸出全体の25%、ポーランドの工業生産の10%、スロバキアのGDPの14%を占めますが、欧州自動車メーカーの内燃機関自動車の基本的な組み立てラインから離れ、変化していく必要があります。ハンガリーとポーランドは、電気自動車(EV)のバッテリー生産に重点を置いており、すでに輸出で成果を上げています。2024年には新たな生産ラインが稼働し、主要な貿易相手国の経済が低迷している中でも生産と輸出を支える見通しです。

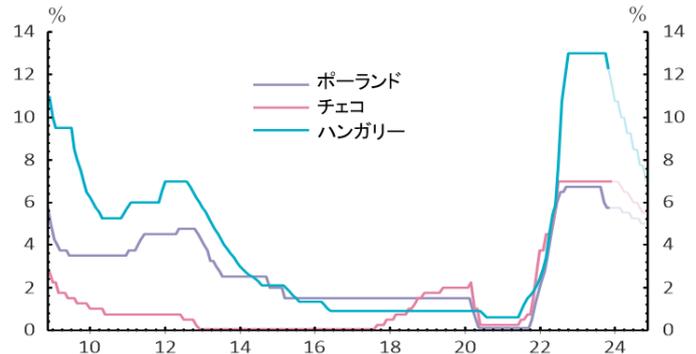
中欧の成長加速は、消費者の購買力向上によっても支えられている模様です。インフレ鈍化の進展が実質賃金を増加させる一方で、貯蓄は十分にあり、今後の消費を支えるために使用される可能性があります。すでにポーランドの小売売上高は回復の初期的兆候を示していると考えています。住宅市場は金融引締めの影響を受けてきましたが、ポーランドやハンガリーでは、補助金付きあるいは上限付きのモーゲージ金利や補助金付き住宅ローンなど、様々な支援策が住宅市場を支えると見られます。

ハンガリーとチェコ共和国に関しては、2024年に財政緊縮策を実施する可能性が非常に高いと見られていますが、一方、ルーマニアとポーランドは2024年、財政支出を拡大する可能性があります。ルーマニアは4つの選挙が重なり、ポーランドでは、財政支出に関するいくつかの公約を選挙期間中に行った野党が主導する政府が形成されつつあります。明るい話題

としては、次のポーランド政府は、凍結されていた欧州連合(EU)復興・強靱化基金の資金を引き出すよう努めると見られ、手始めに、リパワーEU(ロシア産化石燃料依存からの脱却計画)による補助金とローンの250億ユーロが2024年末近くに供与される可能性があります。一方、ハンガリーはEU結束基金(130億ユーロ)の資金を引き出すことに焦点を当てています。そのためには、同国は、EUの「法の支配」を遵守していることを示すいくつかの基準を達成する必要があります。

ポーランドとハンガリーの中央銀行はすでに利下げを開始しており、チェコの中央銀行もまもなく同調する見込みです。インフレ率は、激しい価格ショックが影を潜めたことや2023年の経済活動が低迷したことにより、予想以上に改善しています。インフレ率は、今後2年間で目標値に戻るか、それに近づき、政策金利は大幅に調整される見込みです(図表18)

図表18: インフレ率の低下に応じた金融緩和
中央欧州: 政策金利-実績と予想



出所: LSEG Datastream、アクサ・インベストメント・マネージャーズの予測。2023年11月現在

トルコ: 繊細な再調整作業

2023年の選挙以降、再選されたレジェップ・タイイップ・エルドアン大統領の下で、新政権は、利上げ(10月に35%へ)や規制的・量的引締め、増税を含む一連の正統的な政策を皮切りに、近年蓄積された大きな経済不均衡の再調整に取り組んできました。それにもかかわらず、実質金利はマイナスのままで、トルコ統計局などのデータでは、2023年10月のコア・インフレ率は70%近く、1年後の期待インフレ率は45%と高い水準にあります。財政政策は、少なくとも2024年3月の地方選挙まで、震災復興支出を除いても景気刺激的であり続けるとみられます。また、政策対応は、徐々に前進するが決定的な影響を及ぼさないような見直しを好む傾向が続くと当社グループは想定しており、その結果、見直しを行う期間中、通貨安が続くとみえています。インフレは2024年半ばまでにピークに達する可能性が高いですが、中央銀行が性急な利下げを行えば、インフレ鈍化の速度が変わる可能性があります。当社グループは、2024年のGDP成長率が2023年の4%強から半減すると予想

していますが、2018～2019年のような経常収支の大幅な改善をもたらすには不十分とみられ、トルコの対外資金調達

原油価格の変動と外国投資家の意向によって左右される状況は変わりがないと見ています。

中南米 – 成長は2024年が底



Luis Lopez-Vivas

エコノミスト(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

- 好調なブラジルとメキシコに牽引され、2023年の域内成長率は予想を上回ったが、米国と中国の成長鈍化を受け、2024年には失速する可能性が高いと思われる。
- インフレ率は確実に低下傾向にあり、金融緩和の道が開かれていると見ている。一方、エルニーニョ現象が起きる可能性や通貨安などリスクは残っていると思われる。
- メキシコ大統領選挙を含め、2024年は多くの選挙が実施されるが、この地域が大きな政治的リスクに直面する可能性は低いと見ている

底堅かった2023年

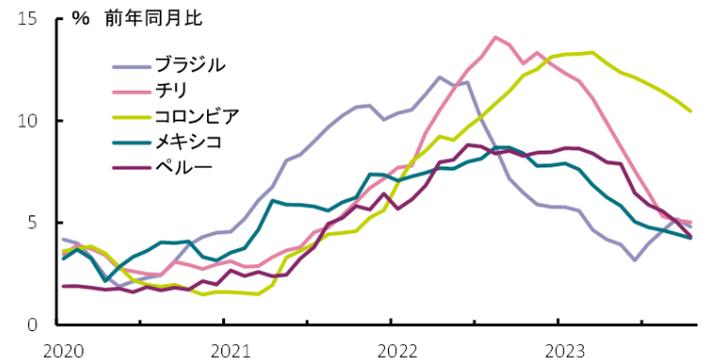
2023年は、インフレに対応した金融引き締めのため中南米にとって厳しい年になると当初には予想されていましたが、この地域の経済活動は非常に底堅く推移しました。この強さは、主として米国の力強い成長、中国のコロナ禍後の経済再開、および逼迫した労働市場に支えられた堅調な消費によるものです。したがって、いわゆるLA4地域(ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ)の成長率は、2023年初頭の当社グループの当初予想である0.9%を大幅に上回り、2.7%になる(2022年は3.6%)とみられます。もっとも、この地域成長率の裏には各国間のかなりの格差が隠れています。2大経済大国であるブラジルとメキシコがこの予想以上の高い成長の主要な原動力でした。

ブラジルの2023年の成長率は、堅調な農業セクターと好調な民間消費に支えられて3.0%になると予想されています。同様に、メキシコは3.3%の成長が見込まれ、その要因としては、米国経済が景気後退を回避したことや、公共プロジェクトに関連する建設活動の増加、さらに、おそらくニアショアリング(地理的に近い近隣国に事業を移転すること)の動きが起きていることなどが挙げられます。対照的に、チリは0.5%の小幅なマイナス成長になる見込みであり、コロンビアは景気刺激策の撤回と投資を阻害する政治的不確実性により、小幅な成長(1.6%)になると見られます。

この地域の中央銀行が他の地域に先駆けて積極的に利上げを開始したことにより、インフレの鈍化が起きていることも2023年のポジティブな面です。各国が発表する統計データを

見ると、中南米のインフレ率は現在(執筆時)5.5%で、昨年末の7.9%から大幅に低下しています(図表19)。こういった状況の改善に伴い、金融緩和は2024年にかけて続く予想されます。ブラジルとチリはすでに緩和サイクルに入っており、メキシコとコロンビアも2024年、これに続くとみられます。ただし、「より高くより長く」の金利環境や、コモディティ(石油や貴金属、農産物などの商品)価格が下落した場合の為替の脆弱性について懸念があることから、緩和時期を予測することは困難です。

図表19: 地域全体で目標値に近いインフレ率
インフレ率



出所: LSEG Datastream、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。
2023年11月現在

厳しい2024年

しかし、今後を見ると、いくつかの課題があります。2024年のLA4地域は、中国の年間成長率の鈍化や米国のリセッション(景気後退)の可能性、コモディティ価格の下落などの要因により、成長が減速(1.8%)すると予想されています。再び各国間で大きな違いが生じるとみられ、メキシコとブラジルが減速の見通しです。メキシコは米国の景気低迷により成長が阻害されるとみられ、一方、ブラジルが再び力強く成長するには、2023年の記録的に豊作だった農業生産のような予想外の押し上げ要因が必要ですが、その可能性は低いと考えられます。しかし、チリとコロンビアでは、金融緩和と政治的不確実性後退を背景に、経済活動が再び活発化するとみられます。チリでは新憲法案が国民投票で否決され、コロンビアではグスタボ・ペトロ大統領が議会で支持されておらず、支持率が低下していることから、急進的な改革が実施される可能性は限定的と思われる。

今後のリスク

当社グループの南米に関する2024年見通しについては、どちらかといえば下振れするリスクの方が大きいとみています。深刻なエルニーニョ現象が起きれば、ペルーとコロンビアの成長の足かせとなり、地域全体の食料価格を押し上げると思

われます。同様に、世界の紛争が激化すれば、食品やエネルギーの価格上昇が加速する可能性があります。米国または中国のどちらかの経済が弱まれば、両国に貿易を依存しているこの地域の見通しは悪化すると考えられます。最後に、

2024年はドミニカ共和国、エルサルバドル、メキシコ、パナマ、ウルグアイでは大統領選挙が行われる選挙の多い年になりますが、いずれの選挙も見通しに重大なリスクをもたらすものではないと考えています。

通貨：米ドルは「(より)高くより長く」



Romain Cabasson
ソリューション・ポートフォリオ・マネジメント責任者、
マーケット&リキディティ・ソリューション - コア・インベストメント

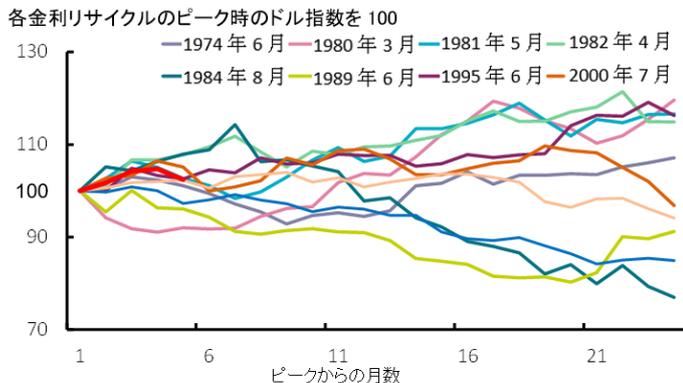
主なポイント

- 米ドルは、米国の高い利回りと底堅いマクロ経済の持続で引き続き支えられると思われる。
- ユーロ、英ポンドとも割安ではなく、ファンダメンタルズの低迷により下落する可能性が高いと見ている。
- 米国がソフトランディングする場合には、高ベータ通貨が最終的に輝く可能性がある。ノルウェー・クローネが特に割安であると考えている。
- 金利上昇が止まれば、日本円が息を吹き返す可能性があるが、大きな動きにはならないと見ている。

FRBと異なり、ドルはまだピークではない

米連邦準備制度理事会 (FRB) の利上げに対し市場は何度もこの金融引き締めサイクルの最後だと言ってきましたが、ついにその段階に到達したようです。前回会合で、FRBは金融政策を5.25% -5.50%に据え置きました。FRBはピークに達したと言うのを躊躇していますが、当社グループはそう考えていません。米金利の上昇が2023年の米ドル高の主因でしたが、金利上昇が止まったからと言って米ドルが下落するとは限りません。過去のサイクル(図表20)、特に1970年代から1980年代初めの高インフレ時代を見ても、金利上昇が止まれば米ドル安になることを示す明確な証拠はありません。

図表20: FRBのピークは必ずしも米ドル安につながらない



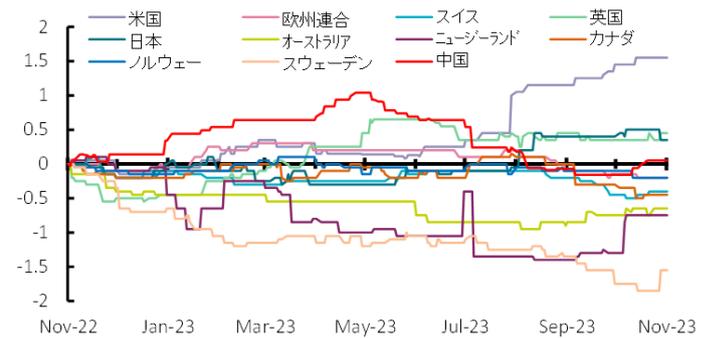
出所: Bloomberg、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月17日現在

米国のインフレは鈍化していますが、まだ目標値には戻っておらず、経済も労働市場も大きくは減速していません。引き締め政策の効果が波及するまでには特に時間がかかると見られ、市場が利下げ見通しを先送りし続ける限り、米ドルの下値は引き続き堅いと見られます。

ドルは割安ではないと見ていますが、それには理由があります。ドルは今やG10の中で利回りが最も高く、人民元(RMB)よりも高くなっています。加えて、先に述べたように、米国経済は世界的な金融引き締めに対して非常に強い抵抗力を示していることから(図表21)、外国の利回りがこの先いつ米国を上回るのかは見通せません。利回り格差の安定は米ドルの安定を意味するだけで、米ドル高を意味していないかもしれません。市場はこれまでのところ、他の中央銀行がFRBの利下げペースにほぼ合わせると予想しているだけで、FRBを上回るペースで利下げするとは見ていません。

図表21: 米ドルは他国と比べて例外的存在

2023年と24年でのGDP成長率の市場予測の修正推移



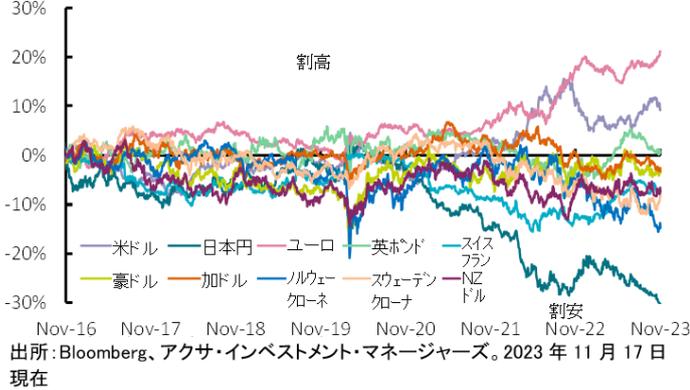
出所: Bloomberg、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月17日現在

ユーロとポンドの実態

ユーロも間違いなく割高な通貨の部類に入っています。実質実効為替レートを見ると、ユーロはG10の中で現に最も上昇しています(図表22)。過去7年間を見ると、ユーロは大半の通貨よりも対米ドル下落幅が小さかっただけでなく、生産者物価指数で見ると米ドルよりもはるかに高いインフレの傾向にも耐えています(どちらの基準とも、より取引可能な項目に重点が置かれ、統計的に妥当性が高いとされています)と見られます。

図表22: ユーロは割安でなく、ノルウェー・クローネと日本円は割安

生産者物価と消費者物価の平均に基づく実質実効為替相場推計値の推移(過去7年)



現在の為替の水準を支える理由は弱くなってきていると思われます。ユーロ圏経済は米国よりも減速し、インフレ率もより速く低下していることから、欧州中央銀行(ECB)の金融政策は現在のFRBの金利スタンスよりも根拠が弱いように見受けられます。一方で、ユーロ金利が上昇すれば、イタリア国債への懸念がさらに高まると思われます。中国の経済再開の見通しが世界経済の成長見通しを押し上げていた2022年11月当時とは異なり、中国の景気回復はかなり遅れているように見えます。実際、ユーロ圏と米国との今後の成長格差や、ECBのバランスシート政策にあらためて焦点が当たることを考慮すると、2024年にはユーロの対米ドル・レートはパリティ、つまり1ユーロ=1ドルに戻ると当社グループは見えています。

ユーロほど割高ではないですが、英ポンドも、ブレグジット後の状況の下で特に割安であるようには見えません。英国経済もまた、過去18か月間、全般的に停滞しており、今後一段と低迷する見通しです。イングランド銀行(BOE)の金融引き締め効果は通常、もっと速く現れると思われます。労働市場は反転したように見えますし、利下げの可能性は他の中央銀行に比べて過小評価されていると考えています。従って、ポンドがドルに対して下落すると見えています。

ノルウェー・クローネ - 倒されたが立ち上がりつつある

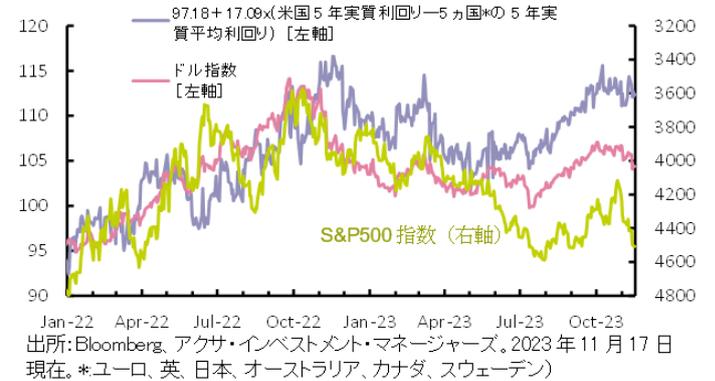
高ベータ通貨は今回のサイクルでは大幅高にはならず、平均するとやや割安に見えます。この一因は、ドルよりも高い利回りを今回は提供できなかったことにあるのかもしれませんが。結果として、利回りが低下する際の下落リスクは小さくなる可能性があります。

2023年は米ドル金利が支配的な要因となり、例外的とは言えない程度の利回りの上昇だった高ベータ通貨が買われる余地はほとんどありませんでした。これらの通貨が上昇するためには、リスク選好性が再び市場を牽引する必要があると思

われます。ソフトランディング(経済の軟着陸)への確信の高まりに伴う米ドルの最近の方向転換はこれを示唆している可能性があります(図表23)。

図表23: 米ドルは金利要因とリスク要因の綱引き

ドル指数と実質金利差、S&P500 指数の推移(過去7年)



※S&P 500指数は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス社が算出する米国の主要産業を代表する500社の株価の値動きの平均を示す指数です。
※本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデン、ノルウェーはいずれも、満期の短い住宅ローンの条件再設定を伴う比較的大きな負債を家計が抱えているため、経済の減速スピードが速くなる可能性があります。しかし、世界的なソフトランディングが実現すれば、ノルウェー・クローネ(NOK)は現在の比較的割安なバリュエーションから回復する可能性をもっていると思われます。同国の国内成長率はスウェーデンよりも底堅く見えます。豪ドル(AUD)とニュージーランドドル(NZD)は現在、中国の経済成長との結び付きによる影響も受けている模様です。ただし、国内の住宅市場は改善している模様です。

日本円: 金利差は昨日の敵

円に対する過小評価は、FRBと日本銀行の政策の違いによって説明できると思われます。ドル円の推移は過去2年間、日米の10年物の金利差の推移に沿った動きをしてきました。その間、FRBが525bpの利上げを実施し、他の中央銀行も追随する中で、日銀はイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)およびマイナス金利を維持した結果、円に対する多くの為替相場が影響を受けました。

FRBはおそらく利上げのピークに達しており、次の動きは(最終的に)利下げです。そうなれば、円に対する圧力が軽減され、円はある程度反発すると見えています。しかし、上述したように、米国の金利はより長く高く維持される可能性があります。そのため、特に対ドル・レートでは、どのような反発も緩慢で限定的になるのかもしれませんが。また、6%のマイナスのキャリー(一定期間に得られるインカム・ゲイン(利子の受取り))を負いながら早めに円のポジションを取ろうとする動機は見当たらないと思われます。インフレが世界的に減速し、また日本

でも上昇しなくなるとしても、日銀は慎重に、賃金の上昇を確認してから、現在の緩和政策から転換するとみられます。

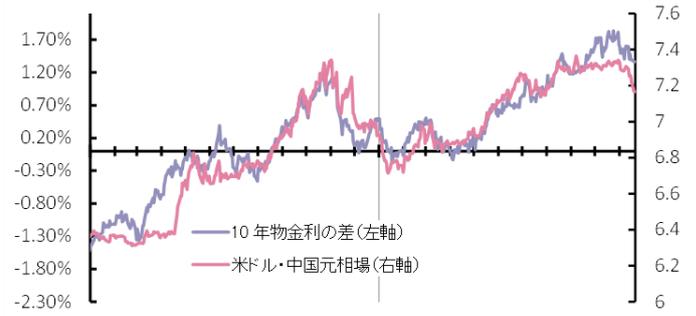
人民元の救済措置

円と同様、金融政策が乖離したことがここ2年間の人民元安の主な理由であり、10年物の金利差とドル／CNH(オフショア人民元)レートとの間には非常に密接な関係があります(図表24)。中国人民銀行は、コロナ禍からの移行をうまく管理し経済を回復させるために、国内金利を低い水準に保っています。コロナ禍からの経済活動再開後の2023年に、中国の成長率は予想されたほど急速に回復せず、また財政支援は、過剰債務の再燃を避けるため2023年下半年期まで限定的でした。このような低金利と地政学的緊張の高まりを背景に、投資の資金フローは低迷すると見られます。また、世界の需要が減速し、中国の輸入が再び増加しているために、貿易赤字はコロナ禍の水準からまだ縮小していません。

中国人民銀行は、対ドルの人民元基準値を低く維持し、流動性を吸収することで、人民元安の圧力に対抗しようとしています。ドル金利が高い水準で長期間維持されれば、この政策は外貨準備高に大きな打撃を与える可能性があります。

図表24: 中国人民銀行の措置によりドル・人民元レートが金利差から乖離

米ドル・中国元相場と金利差



Jan-22 Jan-23
出所: Bloomberg、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月17日現在

金利 - 債券復活の年



Alessandro Tentori
 アクサIMイタリア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

- 金融政策が非常に抑制的である一方、経済的スタンス全体については合理的な疑いがある。
- 需給状況は注意深く監視する必要があると思われる。
- 2023年は短期金融市場とクレジットの年だったが、必ずしもすべての債券の年ではなかった。
- 投資家は2024年のリターンを原動力としてキャリア（一定期間に得られるインカム・ゲイン(利子の受取り)）をますます重視する可能性があり、政策の道筋がまだ不透明な中、キャリアによってリターンを補おうとする可能性がある。

金利は十分に抑制的か？

米連邦準備制度理事会 (FRB) はわずか17か月で525ベースポイント (bp) の利上げを実施し、フェデラル・ファンド金利 (政策金利、FF金利) を5.50%に引き上げました。それでも、米国経済は2022年の1.9%から2023年には2.3%に成長する可能性が高いと見られます。少し前までは、リセッション (景気後退) がほぼ100%の確率で織り込まれていましたが、そういった時期は過ぎ去ったようです。米国の国内総生産 (GDP) 成長率に関するブルームバーグの市場コンセンサス予想は、1月初めの小幅な0.3%から、月を追うごとに上方修正されています。

欧米の各中央銀行は金融スタンスが抑制的であることに自信を持っており、当社グループもその点について同意することができます。しかし、真の問題は経済政策全体のスタンスです。財政政策が逆の方向に向かっており、米国とユーロ圏でともに実際には追加の景気刺激策が実施され、金融政策の抑制的取り組みをある程度弱めていることは間違いありません。ファビオ・パネッタ欧州中央銀行 (ECB) 元理事は、少し前にこの問題を論じ、金融政策と財政政策の方向性が非対称であることを強調しました。英国のリズ・トラス前首相とその拡張的予算が招いた高い不確実性と市場の大変動は、記憶に残るほどの出来事でした。

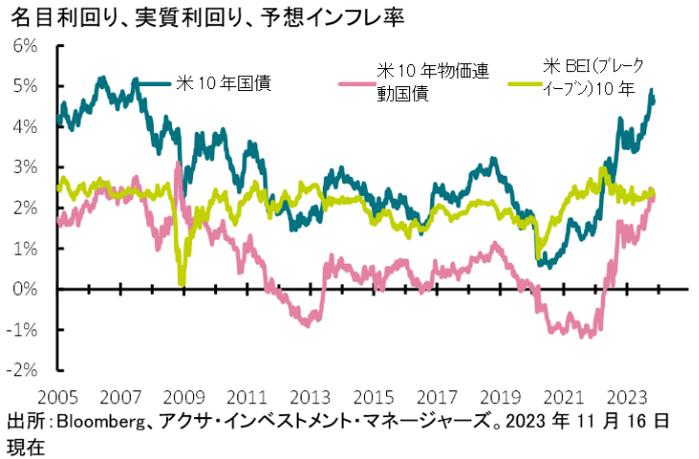
さらに、政策金利引上げの最終的な効果についての評価は、逆イールドカーブ (金利曲線) と利払いへのゆっくりとした波及効果を踏まえる必要があります。ゼロ金利時代に、企業と公

共部門の財務担当者がともに債務の償還期限を延長したことは何ら不思議なことではありません。同様に、家計部門は長期にわたって非常に低い金利で債務を固定しているため、住宅ローンの実効金利は市場が示すよりもはるかに低い可能性があります。おそらく、経済は以前よりも金利の影響を受けにくくなっていると考えられます。

原動力は実質金利

実質金利は2022年3月に上昇し始めました。その時には、名目金利はすでにコロナ禍の最低水準と比較すると180bp上昇していました。リフレ・トレード (リフレ政策 (デフレから脱却し適度なインフレを目指す政策) を期待して、その政策で利益を得られる可能性があるポジションをとること) は、期待インフレ率の1%から3%への上昇と、実質金利の-1%から+2.4%への上昇という明確に異なる2つの側面から成り立っていました (図表25)。

図表25: 2022年と2023年の実質金利の上昇



期待インフレ率はさておき、またインフレ率が2%目標へ収束するのに (中央銀行の予測通り) あと数年かかると想定して、実質金利を決定する要因は何でしょうか。実質金利の上昇は、潜在成長率が上昇しながら成長していく経済と整合すると見られます。経済成長のモデルを深く掘り下げることは私たちの範囲外ですが、米国経済が機械学習や人工知能によるテクノロジー・ショックを経験したことにより最終的に生産性が向上し、長期的な潜在的GDP成長率が上昇したという考えを否定すべきではないと思われます。

実際には、この議論はいわゆる政策の希薄化の新たな原因に向かう扉を開き、FRBの中立金利を巡る議論を促すと思われます。もちろん、観察不能な中立金利と比較してFF金利がどの程度高いかは将来になってみなければわかりませんが、同時に政策当局は、1960年代の終盤から1970年代初めの誤りから学ぶべきと思われます。その当時は、米国の金融政

策が十分に抑制的な水準にあると信じられていましたが、結局そうでないことが判明したときには、すでに手遅れでした。

デュレーションの検討

中央銀行は政策金利について、引き下げ、引き上げ、据え置き3つの措置を取ることができます。現在、市場はECBとFRBが2024年6月までに最初の利下げを実施することを織り込んでいます。これは2022年半ば以降、投資家の間でずっと予想されてきたことです(図表26)。しかし、市場の予想はこれまで大きく外れてきました。

図表26: 2022年7月から利下げを織り込み済



出所: Bloomberg、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月16日現在

3つあるシナリオのうち2つ、特に、利下げ局面ではデュレーションを長くして多く取ることが有益な選択となると見られます。しかし、金利据え置きのシナリオも、検討を加える価値があります。中央銀行は、そのモデルが示す長期的で変動的なラグ(効果が遅れて現れるまでの期間)が経過するまで、予想以上に長い期間にわたって現行の金利水準を維持したいと考える可能性があります。その期間は変化しやすく、実際には金融引き締めに対する経済の反応によって左右されると思われれます。しかし、据え置き期間が長ければ長いほど、償還期限の長い債券ほど、政策決定が影響する確率が高くなると考えられます。

「より高くより長く」のシナリオに対するイールドカーブの反応が債券投資家のデュレーションの選択にとって何よりも重要と思われれます。ここでの主なリスクは、イールドカーブの正常化、つまり逆イールドカーブからフラットまたはややスティープ化した順イールドカーブになることであり、比較的大きなクーポン収入を打ち消すのに十分な速さで進む可能性があります。この正常化は、マイナス約2.5%~3%の価格下落率に相当し、年間トータル・リターンがおそらくマイナスにはならないにしても、投資家の忍耐力を再び試すのには大きさであると、考えています。

* 出所: ブルムバーク、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。

2023年は信用リスクが奏功

特に投資適格社債とハイイールド社債は、「債券の年」という表現が実際はかなり当てはまった債券分野です。11月中旬までに、Bloombergグローバル・ハイイールド債券指数は米ドル・ベースで年初来7%以上上昇しました。* これは、デュレーションを比較的抑えただけでなく、スプレッド環境が穏やかだったことにより達成されました。当初予想されていたよりもはるかに良好なマクロ経済環境が、金利の上昇や地政学的リスクの累積にもかかわらず、スプレッドの拡大を防ぎました。

対照的に、デュレーションの長期化は奏功せず、11月中旬までの年初来パフォーマンスはマイナスになりました。ブルームバーク・グローバル総合指数は10年以上のデュレーション区分は、米ドル・ベースで3.5%下落しました。これに対し、同指数の1-3年デュレーション区分は1.1%上昇しました。*

残念なことに、債券だけにデュレーションがあると誤解されることがありますが、すべてのキャッシュフローがデュレーションをもっていると考えられます。この変数を債券ポートフォリオ配分の偶発の副産物として扱うのではなく、リスク変数としてアクティブに扱うべきと考えています。デュレーションは、本質的に債券分野の商品であり、したがってトータル・リターンに加算されたり減算されたりする可能性があります。

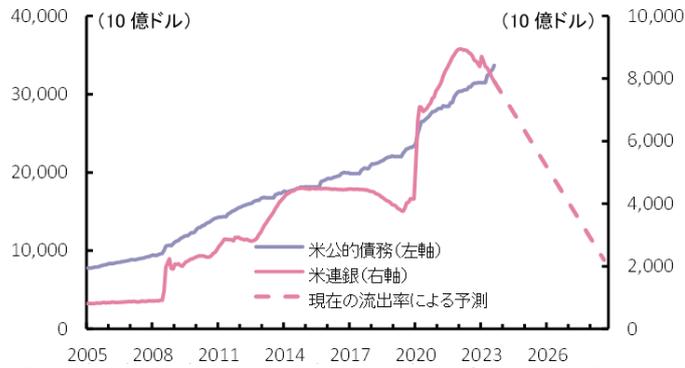
* Bloombergグローバル・ハイイールド債券指数、およびグローバル総合指数: Bloomberg社が公表しているグローバルのハイイールド債券、および投資適格債券の値動きを示す指数です。
* 本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

2024: 債券復活の年?

投資家にとって、2023年のキャリー取引(借入をして利息を支払いながら、その資金でより高い金利の別の資産に投資する取引)はまちまちの結果となりましたが、2024年はさらにキャリー取引が重視されると当社グループはみています。キャリー取引は、取引を失敗したときでもコストが軽減されるという有利な特性を持っていますので、ポジションをとり保有する際の投資家の確信度は比較的高まると思われれます。リスクは主としてマクロ面と、関連する金融政策の動向から生じると考えられます。この点では、日銀と日本国債はいわゆる「部屋の中の象(見て見ぬふりをする大きなリスク)」と言えるかもしれません。

図表27: 債券の買い手は誰か？

最後の手段の買い手



出所: Bloomberg、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月16日現在

さらに、すべての市場価格は需要と供給という変数の結果と考えられます。需要状況を注意深く監視する必要があるのは、主要国の中央銀行が大きな経済的影響力を縮減し(図表27)、一方で国際通貨基金が最近批判したようなペースで政府が財政赤字を出し続けている場合と見えています。この状況は、高い対GDP政府債務比率、また、低い潜在成長率(多くの場合、凡庸な政治的選択によって劣悪な資源配分や最終的には構造的・人口階層的な貧困が生じた結果に起こる可能性がある)の国々にとって特に差し迫った問題であると思われます。

株式 - 霧の中の繁栄



Emmanuel Makonga
投資ストラテジスト
マクロ・リサーチ - コア・インベストメント

主なポイント

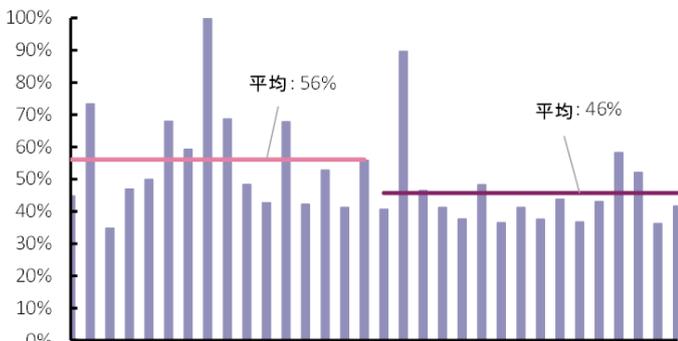
- 2023年は、株式市場にとって急激な金利上昇にもかかわらず、株価が上昇した異例な年となった。しかし、これらの上昇を牽引したのはほんの一握りの銘柄にすぎない。
- 金利は高止まりするとみられ、銘柄のデレージョンよりも質が考慮されるべきである。
- GDPと業績コンセンサスの「どちらが正しいか」という問題は解決すべき問題と思われ、この2つの予測のどちらかが間違っている可能性が高いと思われる。

2023年は今後の教材となると思われる年でした。低成長、高インフレ、タカ派的な中央銀行と材料が揃っても、株式市場全体の上昇を抑えることはできませんでした。むしろ、この3者の方向性は株式を支えました。

しかし、2023年のパフォーマンスは少数の大型株によるところが大きく、割り引いて考える必要があると思われる。時価総額上位10%の企業は17%上昇しましたが、それ以外の企業は3%の上昇にとどまりました。もっとも、分散が平均以下の水準であることが示すとおり(図表28)、世界の株式の指数を構成する銘柄間でのこのリターン乖離は必ずしも異常とは思われません。

図表28: 大きな分散

グローバル - パフォーマンスの分散



1992 1995 1998 2001 2004 2007 2010 2013 2016 2019 2022
出所: MSCI、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在

※MSCI AW指数: MSCI社が公表している先進国や新興国を含む世界の株式市場の値動きを示す指数です。

※本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

今後、金利上昇の状況下では分散が大きくなる可能性があります。このようなシナリオでは、株式リスク・プレミアムが低下し、企業にとってハードル・レート(最低限必要なリターン)が上昇すると考えられます。そうなれば、パッシブ運用ではなくアクティブ運用が優位になる可能性があります。

年間を通じて、世界の実質GDP成長率予想は着実に上方修正され、企業の利益の上方修正に寄与してきたと見られます。世界の利益は減少したものの、利益率が底堅かったおかげで企業業績は予想よりも上振れしました。

金利の変動は明らかに株式市場の動向を決定した要因の一つでした。インフレ率の低下に伴い、中央銀行は引き締めサイクルを停止し始めましたが、この間のグローバル株式市場は、株価収益率の拡大によって牽引され、金利上昇時によくみられる動きとは相反する動きをしています。

成長は低迷するもののリセッション(景気後退)は回避されるという当社グループの中心シナリオでは、インフレ率は目標値に向かって低下しながら戻っていき、中央銀行は全般的に下半期に針路を反転させると予想しています。世界の株式は、中央銀行が針路を反転させる正確な時期を巡ってある程度ボラティリティが生じるとみられるものの、プラスのリターンになると当社グループは考えています。

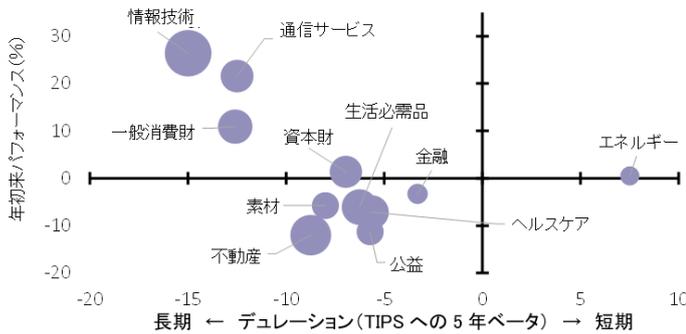
高くより長く

米国の短期金利と長期金利を巡る不確実性は、2023年のハイライトの一つでした。短期金利を巡る不確実性については、年央までは金利のピーク水準の予想が、その後は利下げ規模の予想が修正され続けたことが原因であった一方、長期金利が上昇したことの説明としては、「中立金利」が主として下半期に再評価し直されたことが原因であると考えられます。

利下げの正確な時期についてはまだ不確しかですが、市場は2024年上半期末近くの変化を予測しています。なお、当社グループは最初の利下げを2024年6月とみています。しかし、投資家の間では、金利がより高い水準でより長く安定するという見方が強まっています。この見方に収れんするのであれば、株式の長期金利リスクは低下すると思われる。

もっとも、金利上昇が株式に与える影響は、過去によく見られた形では現れませんでした。金利感応度の高い株式はあまり下落しませんでした(図表29)。逆に、これらの銘柄は他の銘柄をアウトパフォームしました。例えば、バリュー株(+2.5%)のパフォーマンスはグロース株(+25.6%)を下回っています。

図表29: 金利感応度の高い株が金利上昇時でも好調
グローバル - 実質金利のベータによるパフォーマンス



出所: IBES、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。円の大きさはバリュエーションの大きさに比例。2023年11月現在

これはどのように説明できるでしょうか。まず、実質金利は一貫して上昇したわけではなく、2023年上半期はかなり安定的に推移しており、その後6月下旬から約80bp上昇しました。これは、バリュー株に対するグロース株の相対パフォーマンスの決定的な要因となりました(上半期は+20.5%、下半期は+1.8%)と見ています。

また、重要な点として、金利感応度の高いと考えられている企業は現在、一般的に比較的健全なバランスシートを有しています。現時点では、情報技術(IT)セクターは、過去と異なり、レバレッジが最も低いセクターになっています。その結果、株式投資家は、株価のバリュエーションを問わず、これらの優良株を高く評価しました。

2024年も市場は引き続き低レバレッジ銘柄を支持する、と当社グループは考えています。また、長期金利が新たなレンジに入れば、金利のボラティリティが低下するため、グロース株の将来収益を予想しやすくなります。これが、IT銘柄(金利ボラティリティの低下の恩恵を受けやすい)と金融株(構造的な高金利の恩恵を受けやすい)のバーベル配分(対照的な資産を組み合わせた配分)が妥当と考える理由です。

低成長の見通し

世界的に見て、アナリストらは2024年の利益成長率予想を一貫してかつ大幅に上方修正し、11%増益と予想している一方、GDPのコンセンサス予想は+3.1%から+2.6%に低下しました(図表30)。この違いにより、企業利益とGDPの不一致が生じています。

図表30: 市場とマクロの不一致

グローバル - 2024年 GDP 成長率と EPS 成長率の予測



出所: Bloomberg、IBES、アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在

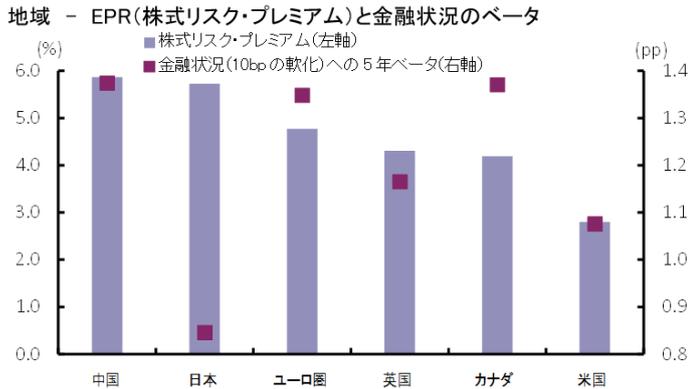
1株当たり利益の底堅さは、主に底堅い利益率によるものでした。2023年は企業が発表する業績が予想外に上振れしましたが、2024年にはこの底堅さが崩れると当社グループは予想しています。インフレの鈍化(製品価格上昇の鈍化)や制約的な金融環境、依然として続く賃金上昇の圧力を受け、利益率は2024年、これまでの速度を下回る速度となる可能性があります。これは、欧州と米国における市場構成企業の利益率のコンセンサス予想がそれぞれ少なくとも150~300%ポイント程度低下することを試算されます。

しかし、この利益率の縮小だけで、利益の伸びを2024年の当社グループのGDP成長率予測に沿ったものに鈍化することはできません。そうなるためには、米国で+5%、欧州で+2.6%となっている売上高のコンセンサス予想も大幅に下方修正する必要があります。このシナリオの下では、株価収益率はさらに上昇し株価調整の可能性が高まりまると思われれます。もっとも、経済成長率が2023年のように上方修正される可能性も無視できません。

2024年に経済成長率が上方修正されるとすれば、当社グループは世界のどの地域よりも米国への組入れを愛好します。なぜなら、米国のGDP予測の上方修正は、これまで米株式の世界株式に対する将来のアウトパフォーマンスのきっかけとなってきたからです。

このテーマに沿うのであれば、現在割安な水準にある米景気敏感株のロング・ポジションをとるのが賢明な動きである、と当社グループは考えています。相対的に見て、中国経済を取り巻く不確実性を踏まえると、新興国の景気敏感株は慎重にみています。

図表31: 日本が適正な位置にいる



出所: Absolute Strategy Research, Bloomberg, MSCI, アクサ・インベストメント・マネージャーズ。2023年11月現在

MSCIの各国(地域)の株式指数を参照しています。MSCIの各株式指数はMSCI社が算出する各国、地域の株の値動きの平均を示す指数です。※本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

当社グループは、大局的な観点から、純粋にマクロ的な相対基準の下で日本は引き続き他国をアウトパフォームすることができると考えています。第1に、日本はGDP成長率が過去の成長傾向を上回る一方で、インフレ率が目標を下回るとみられ、これは株式にとって最良の組み合わせと見ています。第2に、日本は各国の中で2番目に株式リスク・プレミアムが高くなっています。最後に、日本は金融状況の引締めに対する市場価格の弾力性が最も低くなっています(図表31)。なお、調査は日本国内を基準としているために、円高リスクが海外投資家のリターンを損なう可能性があります。

この最後の点(金融状況の引締めに対する市場価格の弾力性)は、他に劣らず重要な点であると思われます。なぜなら、信用破綻や財政緊縮化、最低利益率の上昇は、株式市場にとって注視すべき明らかなリスクである金融状況の引締まりを間違いなく助長するためです。

予測のまとめ

実質国内(域内)総生産(GDP) %	2023年		2024年		2025年	
	アクサIM	市場コンセンサス	アクサIM	市場コンセンサス	アクサIM	市場コンセンサス
世界全体	3.0		2.8		3.0	
先進国経済	1.5		0.8		1.3	
米国	2.2	2.2	1.1	0.9	1.6	1.8
ユーロ圏	0.5	0.5	0.3	0.6	0.8	1.5
ドイツ	-0.1	-0.4	0.2	0.5	0.7	1.5
フランス	0.9	0.8	0.6	0.8	0.7	1.3
イタリア	0.7	0.7	0.0	0.6	0.5	1.2
スペイン	2.4	2.3	0.9	1.3	1.3	1.9
日本	1.9	1.9	1.2	0.9	1.0	1.0
英国	0.5	0.4	0.0	0.3	0.5	1.2
スイス	0.6	0.8	0.8	1.2	1.3	1.5
カナダ	1.1	1.1	0.9	0.6	1.7	1.9
新興国経済	3.9		4.0		4.1	
アジア	4.9		4.8	4.0	4.7	
中国	5.2	5.0	4.5	4.4	4.2	4.4
韓国	1.4	1.2	2.2	2.0	2.3	2.2
その他新興アジア	5.0		5.4		5.5	
南米	2.3		2.3		2.4	
ブラジル	3.0	3.0	1.4	1.6	2.0	2.0
メキシコ	3.3	3.1	2.0	1.9	1.5	2.2
欧州新興国	2.4		2.0		2.7	
ロシア	2.2	1.7	1.1	1.4	1.0	1.1
ポーランド	0.6	0.2	2.8	2.7	3.5	3.4
トルコ	4.3	3.5	2.0	2.1	3.6	3.2
その他新興国	2.3		3.5		4.0	

出所: Datastream、IMF、Bloomberg、アクサIMマクロ調査。2023年11月27日現在

消費者物価(CPI)上昇率、%	2023年		2024年		2025年	
	アクサIM	市場コンセンサス	アクサIM	市場コンセンサス	アクサIM	市場コンセンサス
先進国経済	4.7		2.8		2.8	
米国	4.2	4.2	3.2	2.6	3.2	2.3
ユーロ圏	5.5	5.6	2.7	2.5	2.7	2.1
中国	0.4	0.6	1.1	1.7	1.1	1.9
日本	3.0	3.2	1.5	2.2	1.5	1.5
英国	7.5	7.4	2.8	3.1	2.8	2.0
スイス	2.4	2.2	1.5	1.6	1.5	1.3
カナダ	4.1	3.9	3.2	2.6	3.2	2.0

出所: Datastream、IMF、Bloomberg、アクサIMマクロ調査。2023年11月27日現在

中央銀行政策 決定会合日程と政策金利予想と(水準)、%		現在 政策金利 %	2023年 10~12月期	2024年 1~3月期	2024年 4~6月期	2024年 7~9月期	2024年 10~12月期
米国 連邦準備制度理事会(FRB)	日程	5.50	12月13日	1月31日 3月20日	5月1日 6月12日	7月30-31日 9月17-18日	11月6-7日 12月17-18日
	政策金利 変化 (水準)		据置(5.50)	据置(5.50)	-0.25(5.25)	-0.25(5.00)	-0.25(4.75)
ユーロ圏 欧州中央銀行(ECB)	日程	4.00	12月14日	1月25日 3月7日	4月11日 6月6日	7月18日 9月12日	10月17日 12月12日
	政策金利 変化 (水準)		据置(4.00)	据置(4.00)	-0.25(3.75)	-0.25(3.50)	-0.25(3.25)
日本 日本銀行(日銀)	日程	-0.10	12月19日	1月22-23日 3月18-19日	4月25-26日 6月13-14日	7月30-31日 9月19-20日	10月30-31日 12月18-19日
	政策金利 変化 (水準)		据置(-0.10)	据置(-0.10)	+0.10(0.00)	据置(0.00)	据置(0.00)
英国 イングランド銀行(BoE)	日程	5.25	12月14日	2月1日 3月21日	5月9日 6月20日	8月1日 9月19日	11月7日 12月19日
	政策金利 変化 (水準)		据置(5.25)	据置(5.25)	据置(5.25)	-0.25(5.00)	-0.50(4.75)
カナダ カナダ銀行(BoC)	日程	5.00	12月6日	1月24日 3月6日	4月10日 6月5日	7月24日 9月4日	10月23日 12月11日
	政策金利 変化 (水準)		据置(5.00)	据置(5.00)	据置(5.00)	-0.25(4.75)	-0.25(4.50)

出所: アクサIMマクロ調査。2023年11月27日現在

上記は当社グループの予測であり、予測の実現を保証するものではありません。

主要イベントの日程

2024年	日程	イベント	予想(政策金利水準)
1月		欧州中央銀行(ECB) 金融調整の枠組みの見直し	
		OPEC+ 産油量削減会議	
	1日	ブレグジット後の欧州連合のモノに関する英国国境規制導入	
	13日	台湾大統領選	
	22-23日	日銀決定会合	据置 (-0.10%)
	24日	カナダ銀行(BoC) 政策決定会合	据置 (5.00%)
	25日	ECB 政策決定会合	据置 (4.00%)
2月	31日	米連邦準備制度理事会(FOMC) 政策決定会合	据置 (5.50%)
	1日	イングランド銀行(BoE) 政策決定会合	据置 (5.25%)
	6日	オーストラリア準備銀行(RBA) 政策決定会合	
	26-27日	BoE 調査アジェンダ(BEAR)コンファレンス	
3月		英ハント財務大臣 春の予算案提出	
	05日	米国スーパーチューズデー	
	06日	BoC 政策決定会合	据置 (5.00%)
	07日	ECB 政策決定会合	据置 (4.00%)
	17日	ロシア大統領選挙	
	18-19日	BoJ 政策決定会合	据置 (-0.10%)
	19日	RBA 政策決定会合	
	20日	FOMC 政策決定会合	据置 (5.50%)
	21日	BoE 政策決定会合	据置 (5.25%)
	31日	ウクライナ大統領選挙	
4月		BoE ターム・ファンディング・スキーム返済開始	
		インド総選挙	
	10日	BoC 政策決定会合	据置 (5.00%)
	11日	ECB 政策決定会合	-25bps (3.75%)
	25-26日	BoJ 政策決定会合	+10bps (0.00%)
5月	30日	ブレグジット後の欧州連合のモノに関する衛生植物検疫の英国国境規制完全導入	
	1日	FOMC 政策決定会合	-25bps (5.25%)
	7日	RBA 政策決定会合	
	9日	BoE 政策決定会合	据置 (5.25%)
6月	2日	メキシコ大統領選挙	
	5日	BoC 政策決定会合	据置 (5.00%)
	6日	ECB 政策決定会合	-25bps (3.75%)
	6-9日	欧州議会選挙	
	12日	FOMC 政策決定会合	-25bps (5.25%)
	13-14日	BoJ 政策決定会合	+10bps (0.00%)
	18日	RBA 政策決定会合	
	20日	BoE 政策決定会合	据置 (5.25%)
	30日	ブロードベントBoE副総裁任期終了	

ご留意事項

本ページは情報提供のみを目的としており、アクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本文書で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本書で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

投資リスクおよび費用について

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お客様の負担となります。

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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会