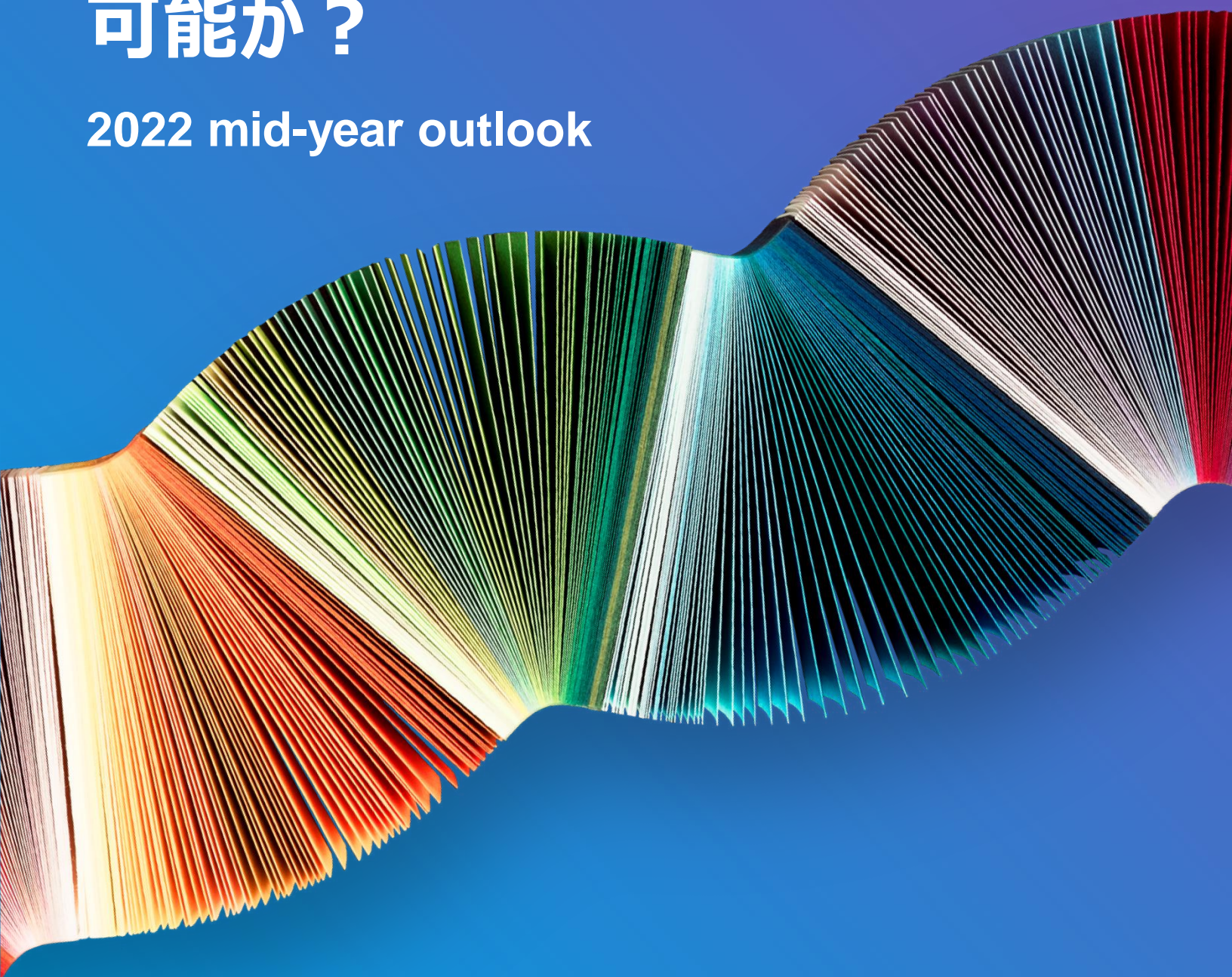


市場を崩壊させずに インフレを抑制することは 可能か？

2022 mid-year outlook



激動の1-6月期を終え、 今後の市場を占う（ソフトランディング かハードランディングか）

コロナ禍で湧き上がったインフレ圧力はピークを迎えつつあり、中央銀行は景気減速を誘導することでこれに対抗しています。リスクは依然として高いものの、楽観的な見方や投資機会が裏付けられる市場もあります。

世界経済は景気サイクルの大きな波に直面しています。コロナ危機に端を発した未曾有の低迷の後、経済は急速に回復しています。しかし、その回復力は生産能力を上回り、サプライチェーンの混乱、コモディティ価格の高騰、労働市場の逼迫とも相まって、先進国と新興国の両方でインフレが激化しています。一方、中国やインドなど一部のアジア新興国では、他の地域ほど物価上昇の圧力がかかっていない国もあります。

米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする各国中央銀行は、こうしたインフレ圧力を抑制するために金融引き締めに乗り出しています。景気減速はもはや避けられませんが、インフレ、とりわけ賃金インフレが定着しないようにする必要があります。

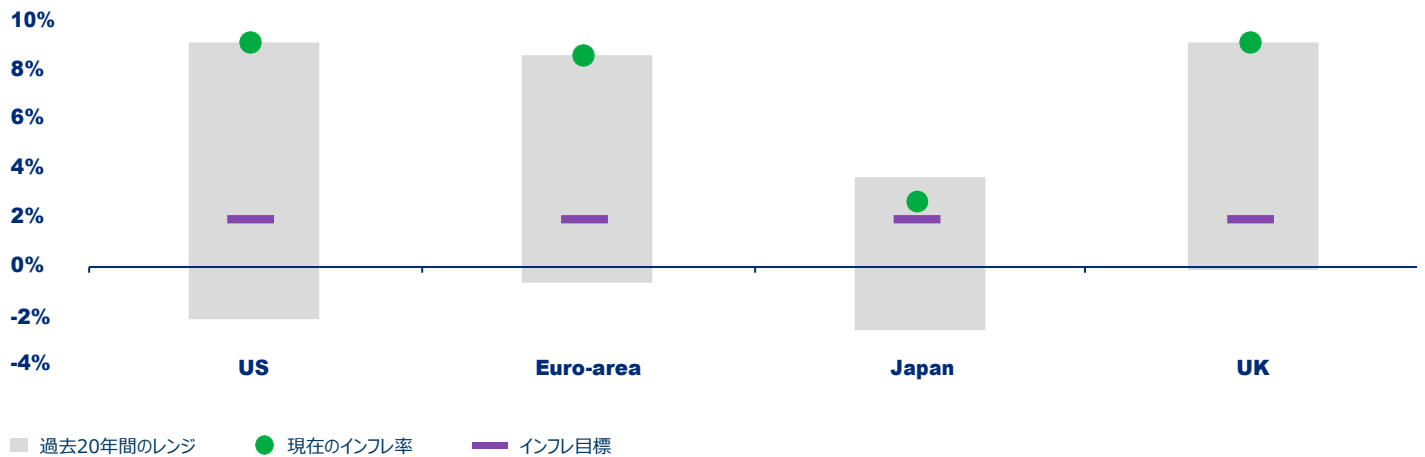
FRBの対応は遅きに失しましたが、持続可能な成長率に沿うかたちで、米国のインフレ率は中期的に目標の2%に収斂していく可能性が高いと考えています。さらに、世界経済のファンダメンタルズは回復力を有しており、深刻な景気後退を伴わずにこの目標を達成することができるというのが、弊社の基本的な見方です。コロナ禍で蓄積された過剰貯蓄と企業の健全なバランスシートは、金融引き締めと景気減速の期間において貴重なクッションの役割を果たす可能性が高いでしょう。

弊社のベース・シナリオは、深刻な景気後退までは陥らずにインフレが収束することですが、景気後退のリスク自体は高まっています。インフレ率の上方修正が繰り返されるほど、インフレはより定着し、FRB（および他の中央銀行）は中期的な物価安定の達成を支援するために景気をさらに厳しく減速させることを余儀なくされます。

地域間の違い

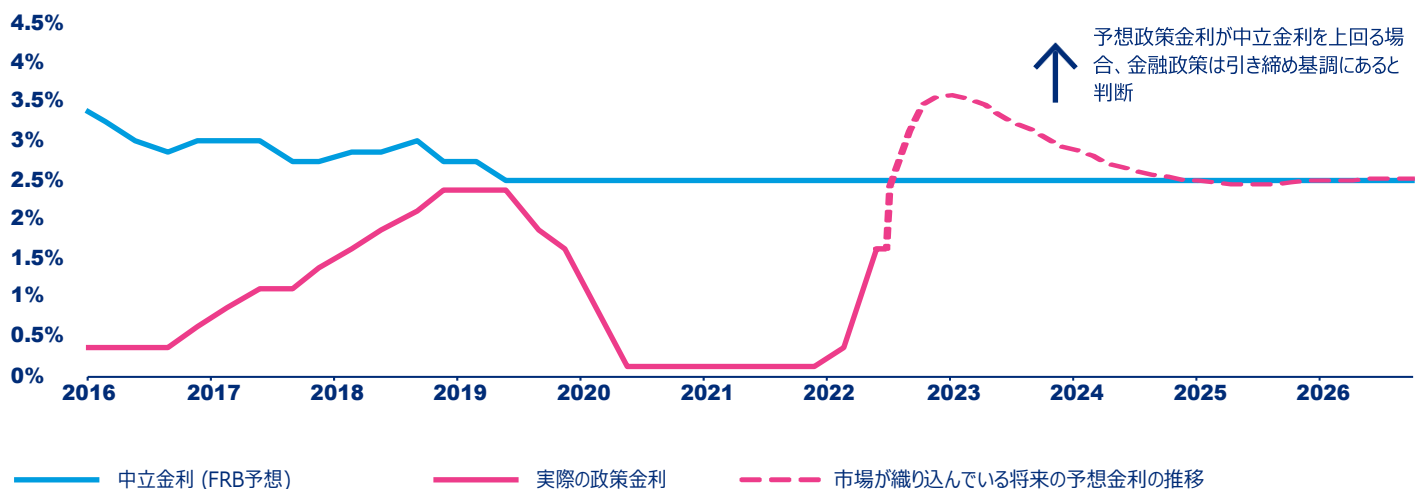
米国経済を牽引する要因は多くの先進国市場にも共通するものですが、今後1年間に予想される結果には大きなばらつきがあります。

図1. 数十年來の高水準にあり、ほとんどの地域でインフレ目標を大幅に上回るインフレ率



出所: Bloomberg, Mercer. 2022年6月末現在。

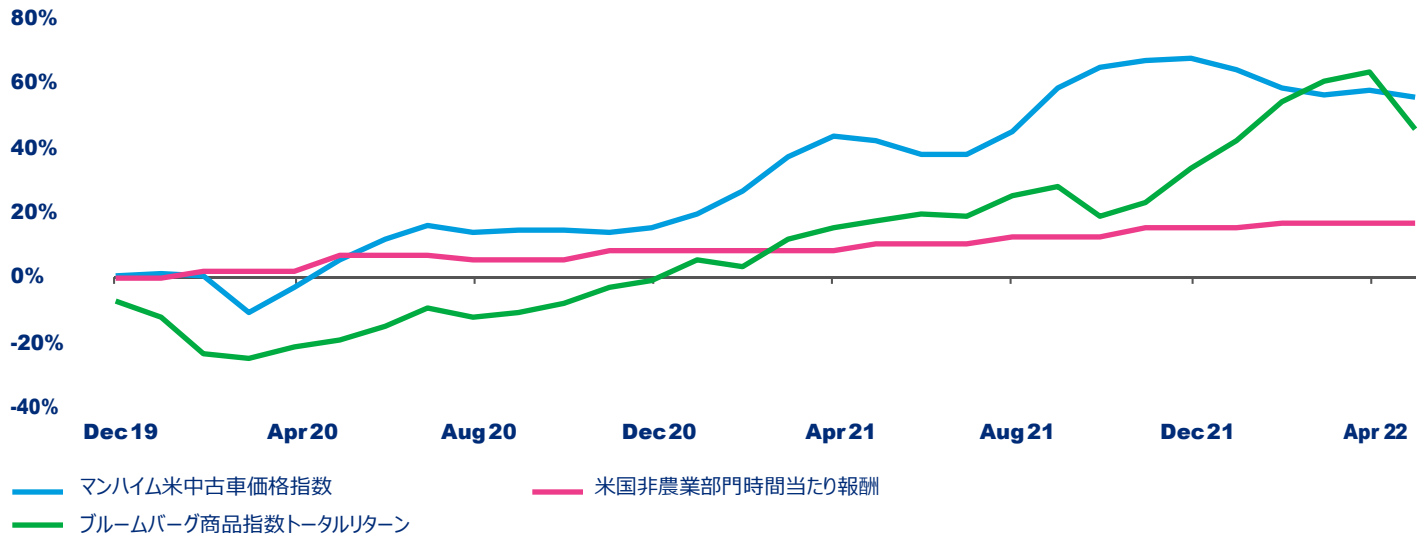
図2. 翌日物金利スワップは金融引き締めを示唆



出所: Bloomberg, Goldman Sachs, Mercer. 2022年7月15日現在。

英国も米国も同様の状況にあり、イングランド銀行（BOE）は賃金インフレのスパイラル化のリスクを認識し、インフレ抑制のために行動することを明確にしています。特に米国では驚異的な勢いで賃金が上昇しており、賃金の上昇を鈍化させるためには失業率の上昇を容認せざるを得ないと思われます。

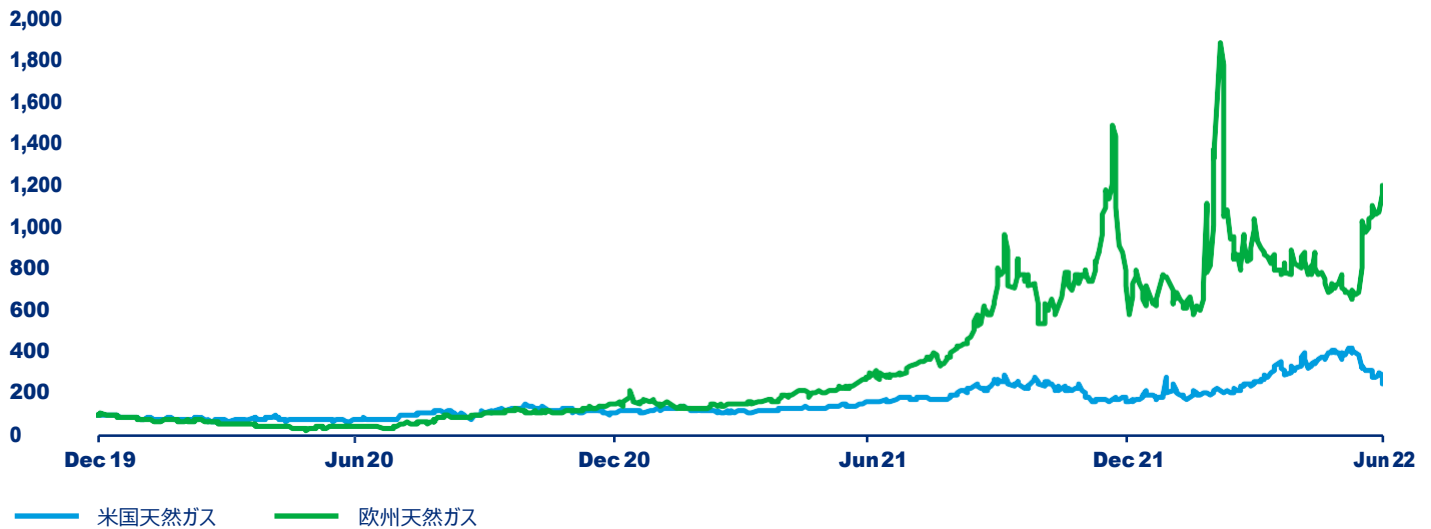
図3. インフレの推移



出所: Bloomberg, Mercer. 2022年6月末現在。

ユーロ圏とその他のヨーロッパ大陸の経済は、より難しい舵取りを迫られています。欧州大陸の経済は、ロシアのエネルギーに依存しているため、米国や英国よりもエネルギー価格の影響を大きく受けます。このような状況下、景気後退を伴わないインフレ減速を実現することは、より困難なものとなるでしょう。

図4. 米国と欧州における天然ガス価格



出所: Bloomberg. Data as of June 30, 2022. Rebased to 100, December 31, 2019.

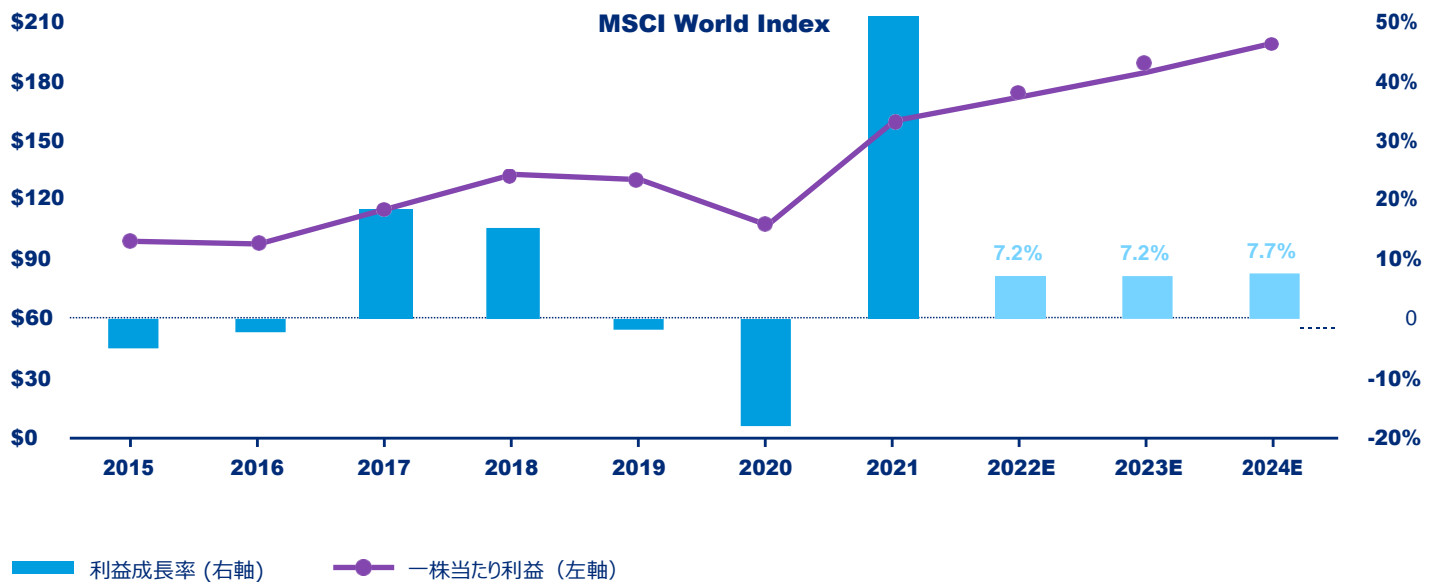
アジア太平洋地域の状況はさらにまちまちです。日銀はまだ金融引き締めを実施しておらず、コア・インフレ率は比較的低い水準にあります。世界の主要国の中では中国が異彩を放っています。中国は、住宅市場の低迷とロックダウンにより、深刻な景気減速を経験しました。しかし、足元ではロックダウンは緩和され、財政・金融両面での刺激策が実施される等、政府はコロナの逆風にもかかわらず、今年の成長目標を達成するよう努力すると表明しています。中国と他の主要国との間のこのような相違は、中国の景気刺激策が他の国々の景気減速に対して分散効果をもたらす可能性があるという意味において、興味深い世界的ダイナミズムであり、弊社はそれをポジティブに捉えています。

株式と債券

世界の株式は年初来で▲20%のリターンを記録し¹、S&P500指数は1-6月期のトータルリターンが過去60年間で最低となりました²。今年に入ってから株式の下落は、ファンダメンタルズの大幅な悪化というより、むしろ債券利回りの上昇が主要因です。そのため、あらゆるグローバル株式サブセクターのバリュエーションがより魅力的に見え始めています。

もちろん、下振れリスクも存在します。業績予想は依然として楽観的であり、景気減速の影響を受ければ修正が必要となる可能性があること、また、投資家の4分の1が世界的な景気後退を最大のテールリスクと見ていることなどもその一例です³。全体として、バリュエーションはかなり魅力的になってきていますが、マクロ経済の背景とセンチメントは好ましくないため、弊社はグローバル株式について中立な見方を維持しています。

図5. 一株当たり利益成長率の見通し



	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
グローバル	-2%	-18%	50%	7%	7%	8%
欧州 (除く英国)	0%	-30%	66%	13%	6%	8%
日本	-12%	-30%	69%	12%	5%	7%
英国	-6%	-41%	90%	19%	1%	2%
米国	0%	-12%	47%	7%	9%	9%

出所: Bloomberg. 2022年7月14日現在.

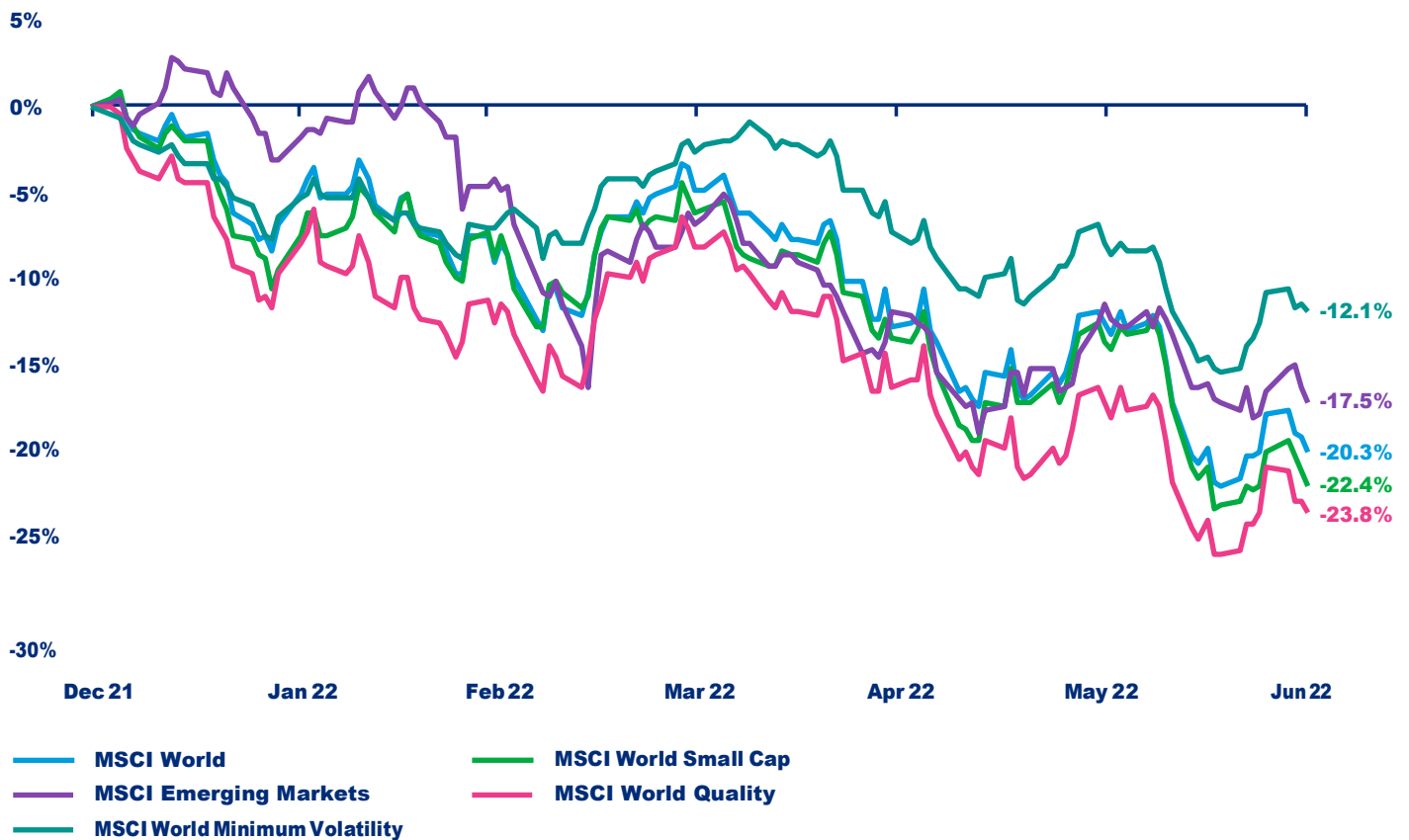
1 Refinitiv. 2022年6月30日現在, MSCI World TR Index.

2 Deutsche Bank

3 Bank of America Fund Manager Survey 2022年6月

グローバル株式のサブセクターにおいて、小型株は相対的に魅力的なバリュエーションにあるほか、ソフトランディングのシナリオでは、この資産クラスのシクリカルな性質により、他の株式サブセクターよりも高い上昇率が期待されます。このため、弊社は小型株を若干選好しています。株式全体の見通しは依然不透明であり、今後数ヶ月間の成長率やインフレ率のデータによって、より方向感が明らかになってくるものと思われます。

図6. 弱気相場がもたらす、より魅力的な株式バリュエーション



出所: Refinitiv. 2022年6月30日現在.

金融引き締め加速と利回りの上昇に市場が反応したため、2022年1-6月期の債券とクレジットのリターンはマイナスとなりました。2022年1-6月期に、米国10年物国債は1788年以降で最悪のパフォーマンスを記録し⁴、投資適格社債と非投資適格社債の両方でクレジットスプレッドも拡大しました。

経済がソフトランディングするという弊社のベース・シナリオに照らして考えると、クレジット市場の魅力度は高まっていると言えますが、債券のサブセクターによって大きな違いがあることに留意が必要です。

ハイ・イールド債券の спреッドが拡大し、利回りは9%台に達していることから⁵、経済見通しの不透明感が解消されれば、今後3～6か月のうちに、これは魅力的な投資機会になる可能性があると見ています。一方、現時点においては、弊社では投資適格社債をより選好しています。国債も利回りが上昇し、相対的な魅力度は高まっていますが、弊社は今後の見通しを踏まえ、国債よりも社債を選好しています。

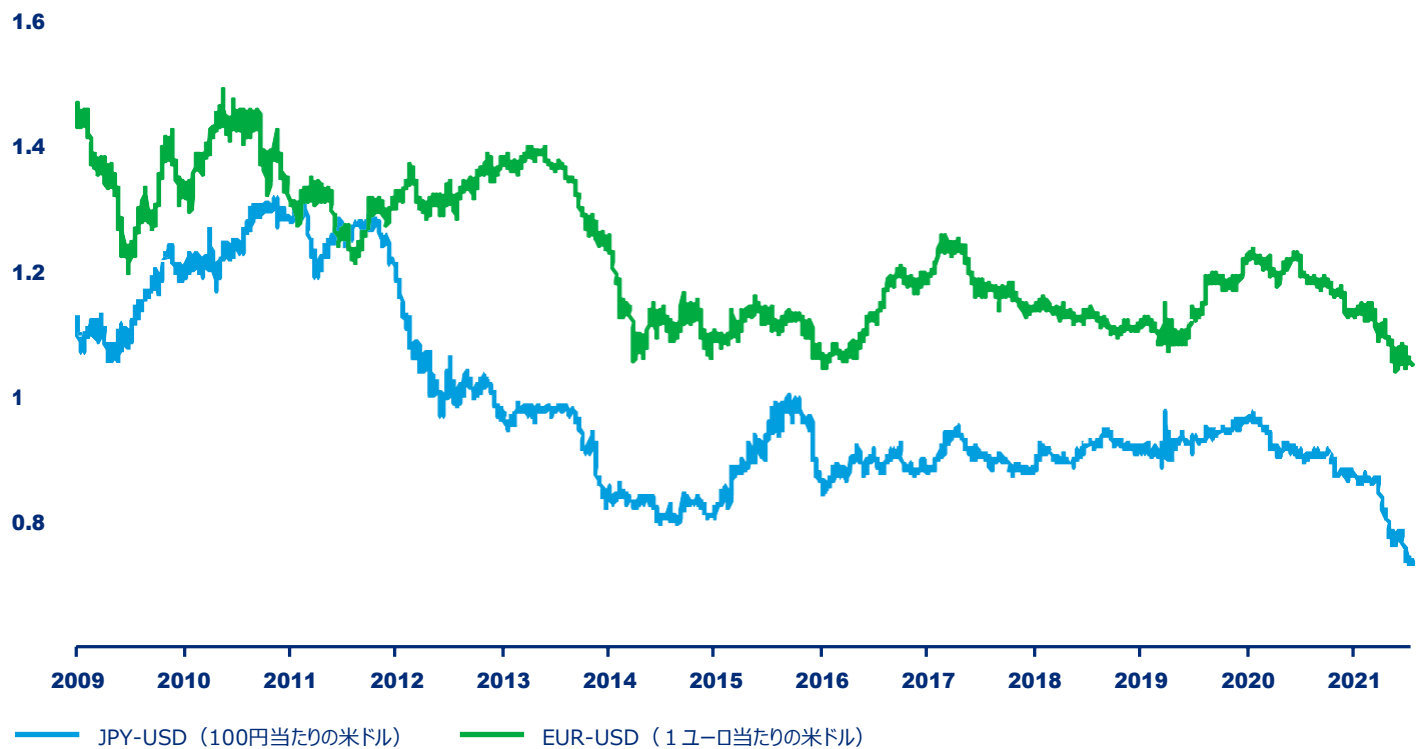
⁵ Bloomberg, 2022年6月30日現在.

通貨

最近、ユーロには大きな圧力がかかり、対米ドルで約 8% 下落しました。これは、欧州の貿易赤字の拡大、欧米間の金利差の拡大、エネルギー輸入コストの上昇が原因です。欧州経済がハードランディングした場合、ユーロはさらに大きな圧力にさらされ、対米ドルでパリティ（1ドル = 1ユーロ）を下回る可能性があります。

通貨市場における主な投資機会は日本円にあると考えています。日銀の緩和的スタンスにより、購買力平価ベースで、円は1970年代以来の円安ドル高水準となっています。日本の金融政策が近日中に変更される可能性は低いものの、円のバリュエーションは魅力的であり、リスク資産が下落した際に、一定の分散効果を提供してくれる可能性もあります。

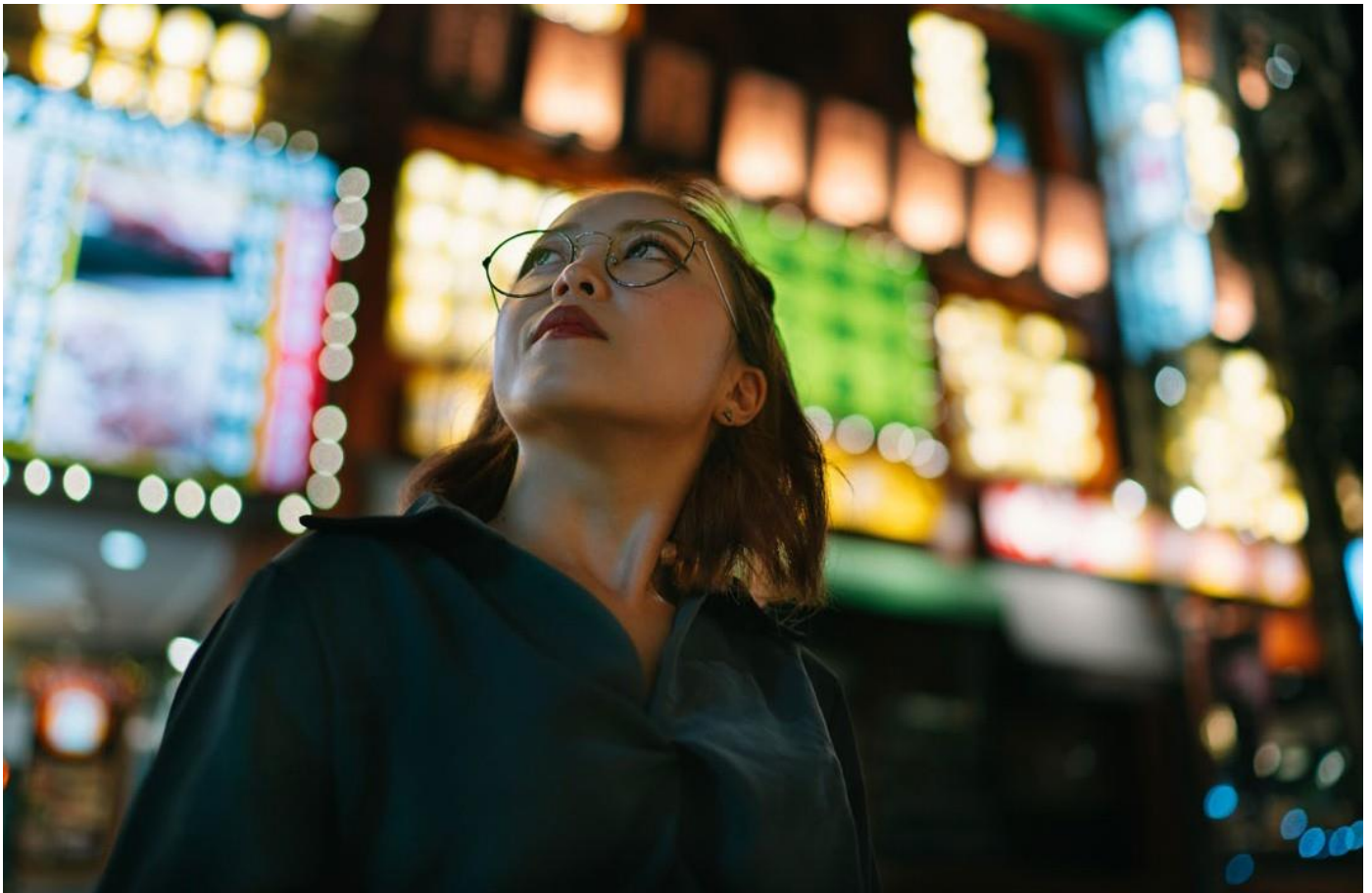
図7.金融政策の方向性の違いから、ドル高が進行



出所: Refinitiv. Mercer, 2022年6月30日現在.

結論

2022年1-6月期の特徴は、地政学的な混乱、不安定な市場、金融引き締め、世界的なインフレ率の急上昇が代表的なものでした。中央銀行によるインフレとの戦いは、今後経済を減速させるでしょう。問題は、それがソフトランディングになるか、ハードランディングになるかです。弊社の見方はよりソフトランディングに傾いていますが、近年の未曾有の事態を考えると、結果の振れ幅が通常時より大きくなっていることも認識しています。ソフトランディングの基本シナリオにおいては、特定のグロース債券戦略に妙味があると考えており、株式に対する見通しは中立かつ小型株にやや有利であると考えています。また、国債のデュレーションについては中立としており、通貨については景気後退の可能性に対するヘッジとして日本円に投資機会があると見ています。



重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外は使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [Report\(Vertical\)\(mercer.com\)](https://www.mercer.com/Report(Vertical))をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。