

2023 年央における 経済と市場の見通し

2023 年 6 月



目次

1. 概要	1
2. 景気	2
3. インフレ	5
4. 金融政策	7
5. 市場	9
6. リスク要因	11
7. ポートフォリオのポジショニング	12

概要



世界経済は年明け以降、エネルギー価格の低下、良好な家計のバランスシート、中国経済の再開に支えられて好調に推移したが、年後半に向けて緩やかに減速することが予想される。

世界の各地域はそれぞれ景気サイクルの異なる段階にある。このため地域間で景気の格差が顕在化し、例えば、中国経済が回復する一方で、米国経済は精彩を欠くことが想定される。インフレに関してはエネルギー価格の低下とサプライチェーンの正常化により、世界的にインフレ率が対前年比で低下することが期待される。しかし、労働市場の逼迫が賃金の上昇を引き起こすことが想定され、コア・インフレ率については2024年まで高水準で推移するだろう。

先進国の中央銀行は積極的に金融引締めを行ってきたが、これまでの利上げが实体经济に与える影響を見極めるために利上げを一旦休止することを示唆している。これらの中央銀行はインフレ対策と金融市場の安定性という2つの目的の間の微妙なバランスを達成しようと試みており、先行きの金融政策については不透明感が残っている。

株式市場は5月下旬まで好調に推移しており、米国のハイテク株が大きくアウトパフォームした一方で、銀行株はアンダーパフォームした。債券市場ではインフレ率低下への期待や利上げのピークが間近に迫っているとの思惑から債券価格が上昇した。先行きのマクロ経済に不透明感が漂っているが、引き続き新興国株式とグロース債券の一部のセグメントに魅力的な投資機会が見出される。

いくつかの重要なリスクは残っており、米地銀セクターの問題が信用収縮という形で实体经济に伝播する可能性、インフレが再燃する可能性、地政学的状況がさらに悪化する可能性などが挙げられる。

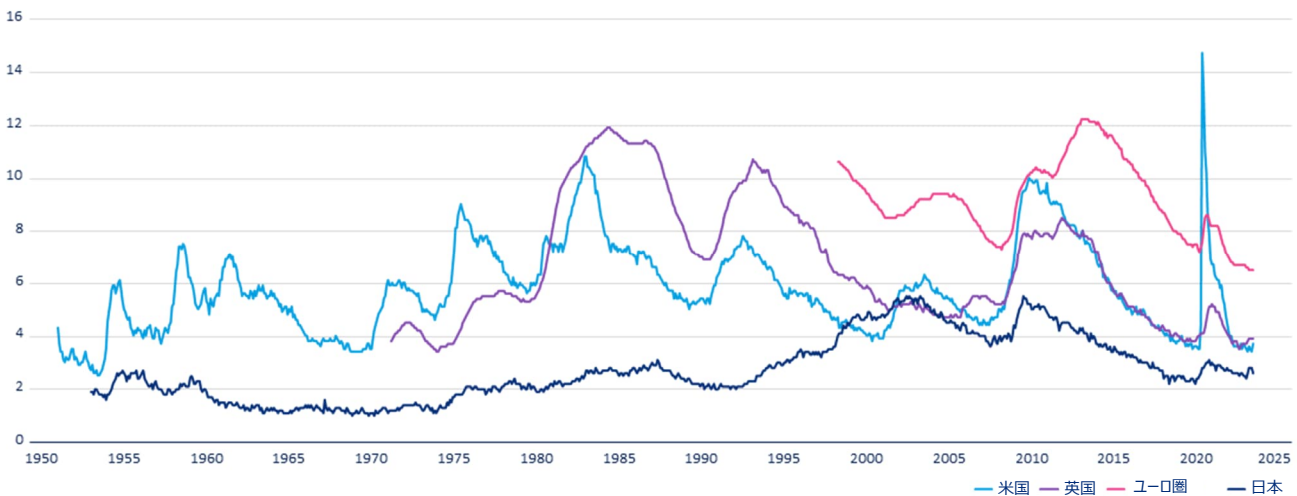
景気

米国は減速、グローバルには全般的に底堅く、地域間の格差が顕在化

中国と日本を除き、世界の多くの中央銀行は金融引締め政策（利上げと量的引締めの両方）を実施しており、景気を減速させ、賃金の上昇圧力を緩和させることでインフレを抑制しようとしている。しかし、これまでのところ景気の減速は緩やかであり、失業率は過去数十年で最低水準にある（図 1 参照）。

世界経済の底堅さは主として中国経済の再開、良好な家計のバランスシート、エネルギー価格の低下という 3 つの要因に支えられている。仮に中国経済が好調を維持するとしても、これらの要因の一部が剥落することで、米国経済は今後 12 カ月間においてより厳しい状況に直面すると当社は予想している。しかし、世界の各地域は景気サイクルの異なる段階にあることから、地域間で景気の格差が顕在化するだろう。

図 1. 先進国の失業率(%)



出所 : Bloomberg (2023 年 5 月 31 日現在)

米国の景気は失速するだろう。ただし、深刻な景気後退の可能性は低い。

図2は景気サイクルの典型的な特徴を描写している。青色の実線は経済の潜在的な生産能力を示しており、その水準は労働力、資本、生産性によって決まる。一方、赤色の点線は実体経済の現状を示しており、その水準は、消費、投資、政府支出、純輸出によって決まる。赤色の点線が青色の実線を上回ると、景気は過熱し、労働市場は逼迫して、賃金とインフレ率が上昇する。この場合、中央銀行は

景気減速を誘導し、赤色の点線を青色の実線の水準まで戻すために金融引締め政策を実施する。逆に赤色の点線が青色の実線を下回ると、中央銀行が景気を刺激しようとして金融緩和政策を実施する。

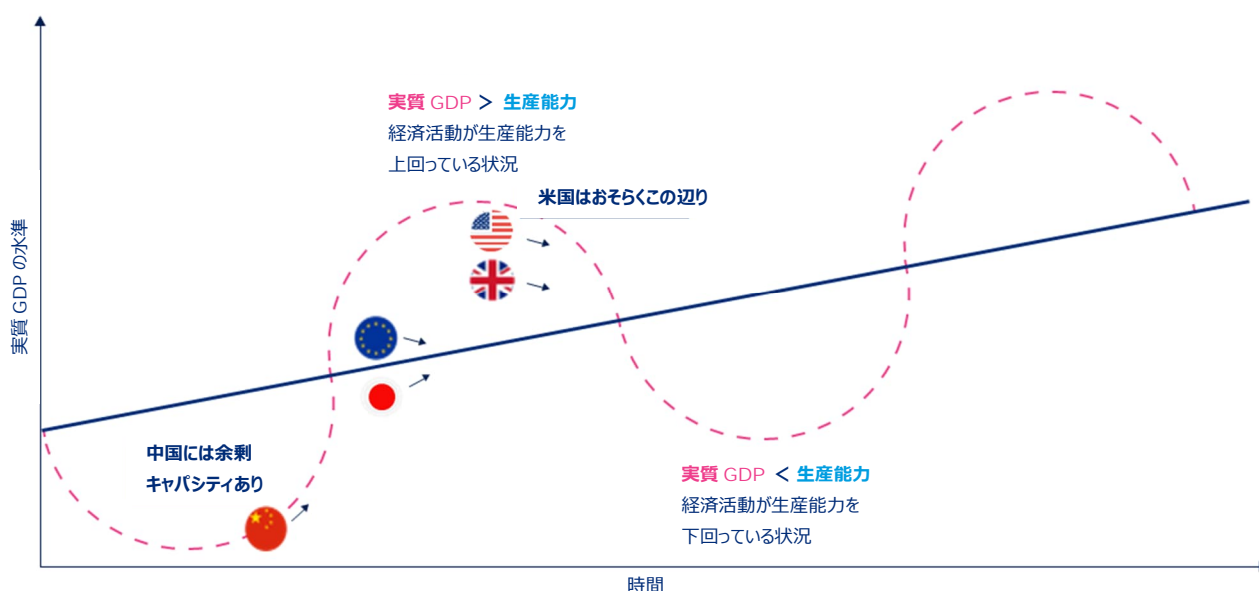
図2で示されているように、多くの先進国経済において景気が過熱し、インフレ率が上昇しており、中央銀行の積極的な利上げを促している。一方、中国経済はこれらの先進国経済と異なる景気サイクルの段階にあり、労働市場の逼迫がインフレの問題を引き起こすまでにまだ十分な余地が存在する。

米国経済は年初、エネルギー価格の低下や根強い消費意欲に支

えられた。米国ではサービス業が好調であった一方、製造業は低迷しており、この背景にはコロナ禍後、世界中の消費者が財よりもサービスを愛好していることがある。

2023年後半から2024年前半にかけては、エネルギー価格の低下からの恩恵が色褪せ、消費者の貯蓄が減少し、また、銀行の貸出基準が厳格化されることにより（次頁の図3参照）米国の景気は失速すると当社は予想している。しかし、家計のバランスシートの健全性が保たれ、また、所得が堅調に増加することによって消費が下支えされ、深刻な景気後退に陥る可能性は低いと考えている。

図2. 景気サイクル



中国の景気回復は、対面での経済活動の急増によって拍車がかかるだろう。

図3のグラフは米国とユーロ圏における銀行の貸出基準調査に基づいて作成されており、数値が0%以上の場合、平均して銀行が貸出基準を引締めていることを意味している。

ユーロ圏と英国は天然ガス価格の大幅な低下により生活費の上昇圧力が緩和されており、景気後退を回避したように見られる。欧州については米国ほど景気が過熱していないため、その揺り戻しも相対的に少ないものと予想される。前頁の図2で示されているように、米国では経済活動が生産能力を大幅に上回っているため、青色の実線の水準まで回帰するための景気の減速幅も大きくなる。一方、ユーロ

圏では経済活動が生産能力をそれほど大きく上回っていないため、景気の減速も比較的緩やかなものになるだろう。

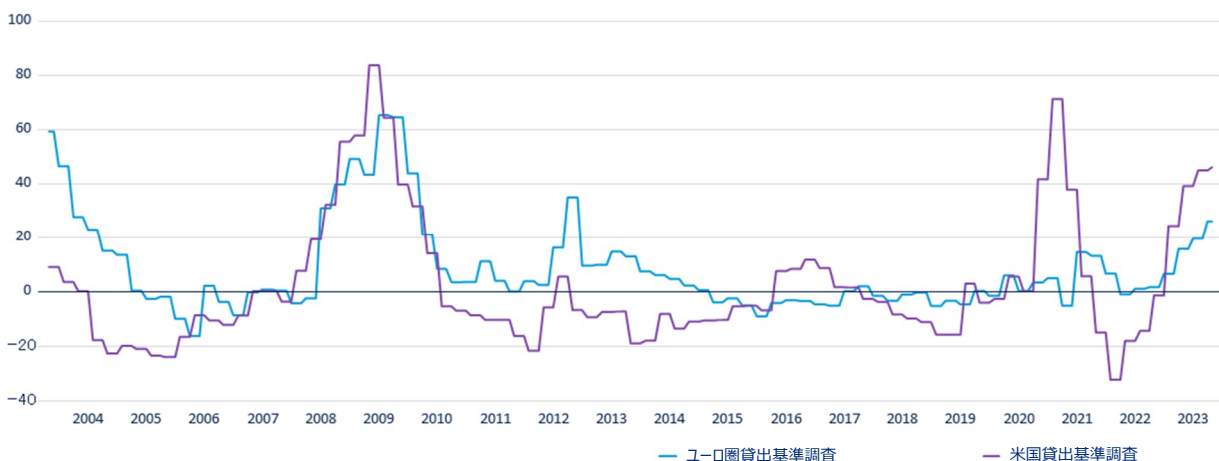
日本は景気サイクルの初期段階にあり、先進国の中で景気の過熱感が最も少なく、日本銀行は金融引締め政策を行っていない。このため、短期的には日本経済は他の先進国経済をアウトパフォームすると当社は考えている。ただし、日本では数十年ぶりにサービス価格に上昇の兆しが見えており、また、今年の春闘での賃上げ率が1993年以来の高い伸び率になっていることはインフレの上振れリスクを示しており、日本銀行の金融緩和政策が永遠に続くとは限らないことを示唆している。

中国経済はゼロコロナ政策や、2021年から始まったITセクターや不動産セクターを対象とする大規模な規制強化の余波を受け、2022年は困難な1年となった。しかし、2023年についてはゼロコ

ロナ規制撤廃による消費の喚起や貸出の伸びが追い風となり、中国経済はこれまでのところ回復軌道にある。また、中国人民銀行が緩和的な金融政策を維持していることも支援材料となっている。中国の景気回復は対面での経済活動の急増によって拍車がかかることが予想されるが、建設や投資が牽引役となった過去の景気回復局面と比較すると、世界経済への影響は限定的なものにとどまるだろう。

それでもやはり中国の貿易相手国である新興国は、観光産業をはじめとして中国の景気回復から様々な恩恵を享受するはずである。より全般的な議論として、新興国経済は先進国経済ほど景気が過熱しなかったと言える。総じて新興国では利上げが早期に開始されており、また先進国と比較して財政刺激策もそれほど過剰ではなかったことから、新興国のマクロ経済は相対的に良好なものとなるだろう。

図3. 貸出基準の厳格化 (%)



出所：Bloomberg (2023年5月31日現在)

インフレ

インフレ率の低下が継続するが、そのペースは鈍化

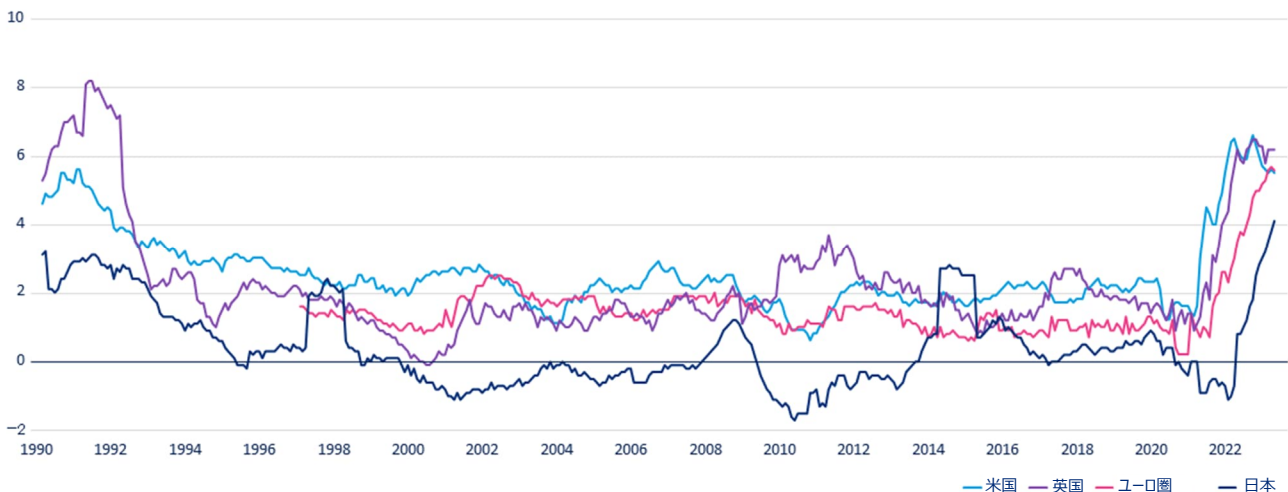
エネルギー価格の低下とサプライチェーンの正常化により先進国の総合インフレ率は低下している。しかし、賃金が上昇するなか、企業が投入コストの上昇を価格に転嫁する傾向があることから、価格変動の大きい食品とエネルギーを除いたコア・インフレ率（図 4 参照）が中央銀行の目標水準である 2.0%まで低下する可能性は低いように見える。なお、景気動向について地域間での乖離が見られているのと同様に、インフレ動向についても地域間での乖離が見られている。



米国、ユーロ圏、英国では、2023 年も総合インフレ率の低下が続くだろう。



図 4. 主要先進国のコア・インフレ率（対前年比）の推移



出所 : Bloomberg (2023 年 5 月 31 日現在)



米国、ユーロ圏、英国では総合インフレ率は非常に高い水準から低下しており、2023 年も低下基調が続くと思われる。しかし、コア・インフレ率は依然として中央銀行の目標水準である 2%を大幅に上回っており、この背景には家賃や賃金の上昇などがある。

日本のインフレ率はここ数十年で最も高く、総合インフレ率は 3.5%、コア・インフレ率は 4.1% に達している。特に注目すべき点としては、賃金の上昇とインフレ期待の上昇が同時に起きていることがあり、日本経済が長期にわたるデフレから脱却した可能性が高まっている。もしデフレからの脱却が確認できれば、日本銀行は超低金利政策の修正を迫られるだろう。

中国では失業率が上昇していることから賃金の上昇は抑制されており、インフレ率は総合指数が 0.1%、コア指数が 0.7%と非常に低い。新興国では全般的にインフレ率が（過去の平均値と比較して）高い水準で推移しているが、その程度は先進国ほどではない。

今後もインフレ率の低下が続くことが予想されるが、インフレ率を 5%から 2%へ引き下げるとは、8%から 5%へ引き下げるよりも困難で長いプロセスとなるだろうと当社は考えている。その理由は、賃金の上昇率が低下するには労働市場が大幅に軟化する必要があり、ゆえに賃金の上昇率は景気の変化に遅行してゆっくりと調整される傾向があるためである。インフレ率が 2%まで低下するには、生産性

の上昇を考慮しても賃金の上昇率は 3%~4%近くまで低下する必要がある。

日本のインフレ率はここ数十年で最も高い水準に達している。

現在、米国における賃金の上昇率は約 5%で、これは 3%~4%のインフレ率と一致し、ユーロ圏、英国、日本でも同様の傾向が見られる。中央銀行の金融引締め政策は最終的には失業率の上昇と賃金上昇率の低下をもたらすはずだが、このプロセスには相応の時間がかかるだろう。

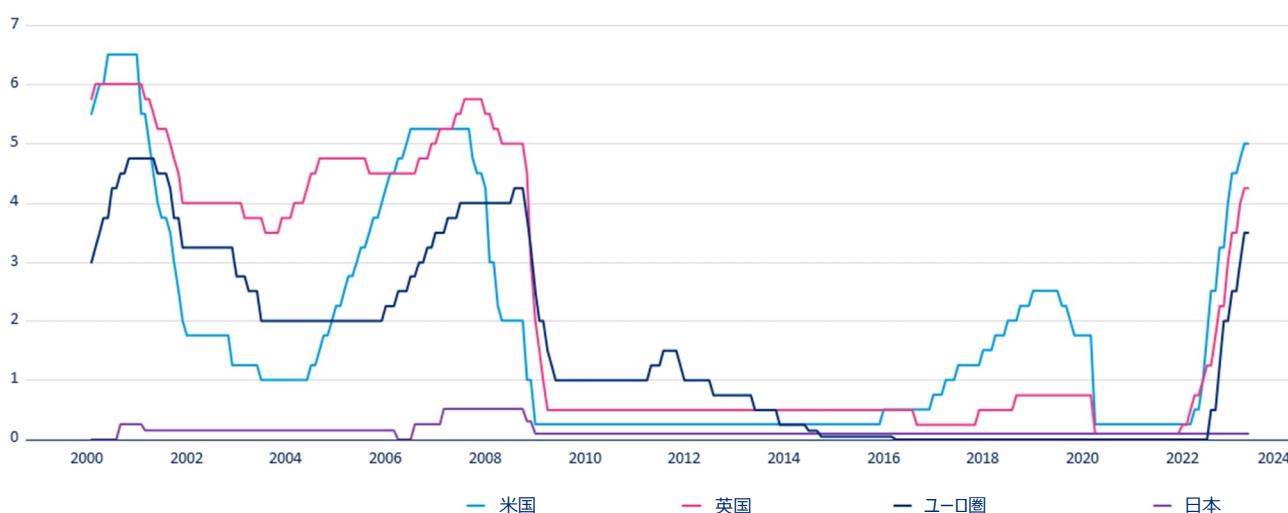
金融政策

利上げの一旦休止、効果の見極め

各国の中央銀行がこれまで大幅に利上げを行ってきた結果、多くの国で政策金利は中立金利を上回る水準に達している。中立金利とは、経済成長を加速も減速もさせない理論上の中立的な政策金利水準である。

2022年以降、米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利を5.0%（0.25%から5.25%に）引き上げており、これは歴史的に見ても最も積極的な金融引締めサイクルの1つとなった。当社は、2023年内についてはFRBが政策金利を現在の水準に据え置き、2024年以降、コア・インフレ率が2.0%まで低下する見通しが立った段階で政策金利の正常化を開始すると予想しており、おそらく2024年前半に利下げが実施されるだろう。他方、FRBが政策金利を6.0%まで引き上げるべく更なる利上げに踏み切る可能性は年初と比較すると大きく低下しており、その背景には米地銀セクターにストレスがかかり、銀行の貸出基準が引き締められていることがある。

図5. 中央銀行の政策金利（%）－主要先進国



出所：Bloomberg（2023年5月31日現在）

欧州中央銀行はこれまでに政策金利を 3.75%（0%から 3.75%へ）引き上げた。2023 年内については、欧州中央銀行は 4%を超える水準まで政策金利を引き上げた後、これまで実施した利上げによって労働市場の過熱からのインフレ圧力が抑制されていることを確認するため、利上げを休止すると当社は予想している。

イングランド銀行はこれまでに政策金利を 4.5%近く（0.1%から 4.5%へ）引き上げたにもかかわらず、インフレ率はコア指標、総合指標ともに依然としてかなり高い水準を推移しており、極めて困難な状況に直面している。当社は、イングランド銀行が 2023 年内に 5%を超える水準まで政策金利を引き上げ、その後、利上げを休止することを予想している。イングリ

ド銀行が利下げを実施するのは、英国経済が急速に冷え込み、インフレ率がコア指標、総合指標ともに低下する場合には限られるだろう。

日本銀行はこれまで金融引締め政策を実施することに対して抵抗してきたが、この抵抗を続けることは益々困難になってきていると思われる。底堅い景気、総合インフレ率とコア・インフレ率の上昇、賃金の上昇、短期および中期的なインフレ期待の高まりは、いずれも金融引き締めの必要性を示唆している。このため当社は、日本銀行は近い将来にイールドカーブ・コントロール政策を修正し、その後、2024 年もしくは 2025 年に利上げを開始する可能性があると考えている。

他の多くの中央銀行とは異なり、中国人民銀行は経済活動を刺

激するために金融緩和を続けており、この傾向は今年いっぱい続くだろう。他方、中国を除く新興国の中央銀行はインフレ対策と通貨の下落を防ぐのために早期に利上げを実施している。これらの新興国は今後、これまでの金融引締め姿勢を軌道修正し、政策金利を中立水準まで引き下げると当社は予想している。

イングランド銀行は、これまでに政策金利を 4.5%近く引き上げたにもかかわらず、インフレ率はコア指標、総合指標ともに依然としてかなり高い水準を推移しており、極めて困難な状況に直面している。



市場

不確実性が高い状況下、グロース債券からインカム収益を享受する

図 6 は、株式益利回り（1 株当たり利益を株価で割って算出）と米国 10 年インフレ連動国債の利回りの差を示している。

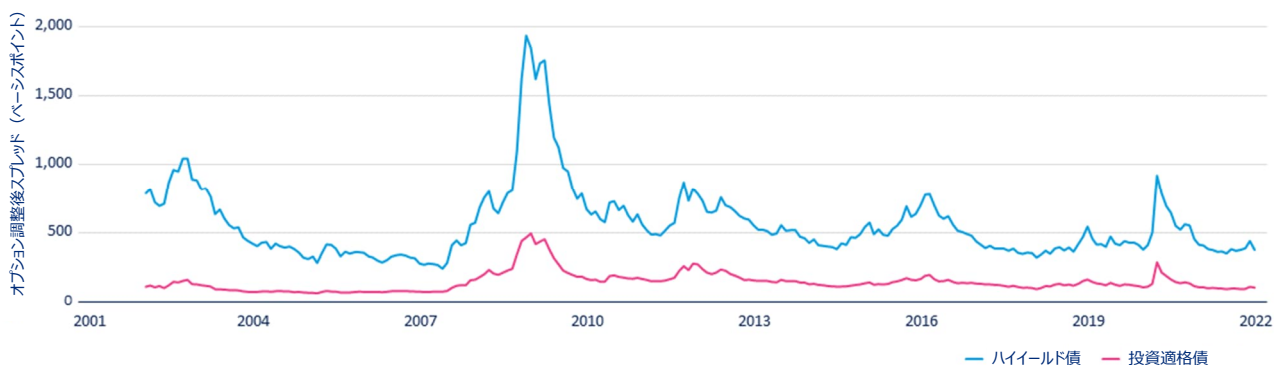
図 7 は、グローバル社債（ハイイールド債と投資適格債）と同じ満期の国債の利回り格差を示している。

図 6 . 株式のリスクプレミアム (%)




出所 : Bloomberg (2023 年 5 月 31 日現在)


図 7 . クレジット・スプレッド



出所 : Bloomberg (2023 年 5 月 31 日現在)



株式の中では新興国株式に投資妙味があると当社は考えている。新興国株式はバリュエーションが割安であり、また中国の景気回復による収益の押し上げ効果が期待される。



これまでのところ、米地銀セクター、FRBの金融政策、インフレ動向についての不透明感や景気後退懸念にもかかわらず、2023年は株式のリターンがプラスとなっている。グローバル株式は5月15日現在、年初来で9.4%（米ドルベース）上昇している。欧州株式は今年特に好調で、魅力的なバリュエーション、中国向け輸出需要、天然ガス価格の大幅な低下が欧州株式の上昇を牽引している。新興国株式は、中国の景気回復というプラス材料にもかかわらず年初来でグローバル株式をアンダーパフォームしている。

債券は、インフレ率の低下、経済成長率の鈍化、利上げの休止が期待されていることから、2023年はこれまでのところプラス・リターンとなっている。米地銀の苦境は金利市場にボラティリティをもたらしており、FRBの利上げサイクルのピークについての短期金利市場の織り込みが修正され、また債券市場全

体の価格形成にも幅広く影響を与えた。


クレジット・スプレッド水準は年初来であまり変化していない（上記の図7参照）。新興国債券については5月31日現在、現地通貨建ては年初来で3.4%のプラス・リターン（米ドルベース）、ハード・カレンシー建ては年初来で1.8%のプラス・リターン（米ドルベース）となっている。為替市場では米ドル、日本円が弱含み、一方でユーロと英ポンドが上昇しており、また新興国通貨も上昇している。

株式のバリュエーションは必ずしも魅力的ではなく（上記の図6参照）、業績予想はやや楽観的であるものの、投資家のポジショニングは過度に保守的になっている。このため、資産クラスという観点からは、当社は株式について中立の見方をしている。なお、株式の中では新興国株式に投資妙味があると考えている。新興国株式はバリュエーションが割安であり、また中国の景気回復による収益の押し上げ効果が期待される。


当社はポートフォリオにおいてグロース債券の特定のセグメントに資産配分することが引き続き魅力的であると考えている。マクロ経済の不確実性が高まっている状況下、これらのグロース債券からのインカム収益が資産価格のボラティリティを吸収する役割を果たし、ポートフォ

リオの弾力性を高めることが期待できる。投資適格債とハイイールド債のスプレッドは、これらに内在するデフォルト・リスクを考慮に入れても依然として相応に魅力的な水準である。また新興国債券は、通貨のバリュエーションが割安であること、利回りが魅力的な水準であることから投資妙味があると考えている。

世界の準備通貨である米ドルは、米国の景気見通し、内政上の課題、双子の赤字（貿易と財政）、割高なバリュエーションといった要因から今後数年間にわたり先進国通貨および新興国通貨に対して弱含むと当社は考えている。日本円については、日本銀行が金融引締めに向かう場合、その時点でFRBは金融政策を据え置いている可能性が高いため、日本円が米ドルに対して上昇するだろう。ユーロと英ポンドについては、当社は欧州中央銀行がFRBよりもタカ派的であり、またユーロ圏経済が米国経済よりも底堅く推移することを予想しており、ユーロと英ポンドが米ドルに対して上昇すると見ている。新興国通貨についてはバリュエーションが魅力的であり、総じて堅調に推移することが予想される。



ポートフォリオにおいてグロース債券の特定のセグメントに資産配分することが引き続き魅力的である。



リスク要因

銀行セクター、インフレ、地政学

今後どのようなリスクが私たちに夜も眠らせないのか？

米地銀危機からのリスクの波及

米地銀の苦境（図 8 参照）は潜在的により大きな銀行や米国外の銀行に伝播するリスクを内包しており、そのような場合にはより広範な信用収縮が引き起こされる。しかし、銀行の自己資本比率が大幅に改善しており、また銀行の収益性は堅調に推移している。さらに、政策当局は金融システムの安定を確保するという強い意志を持っており、このことは銀行セクターの安定性と密接に結びついている。これらの点を勘案すると、今後より広範な信用収縮が引き起こされる可能性は低いと当社は考えている。

根強いインフレ

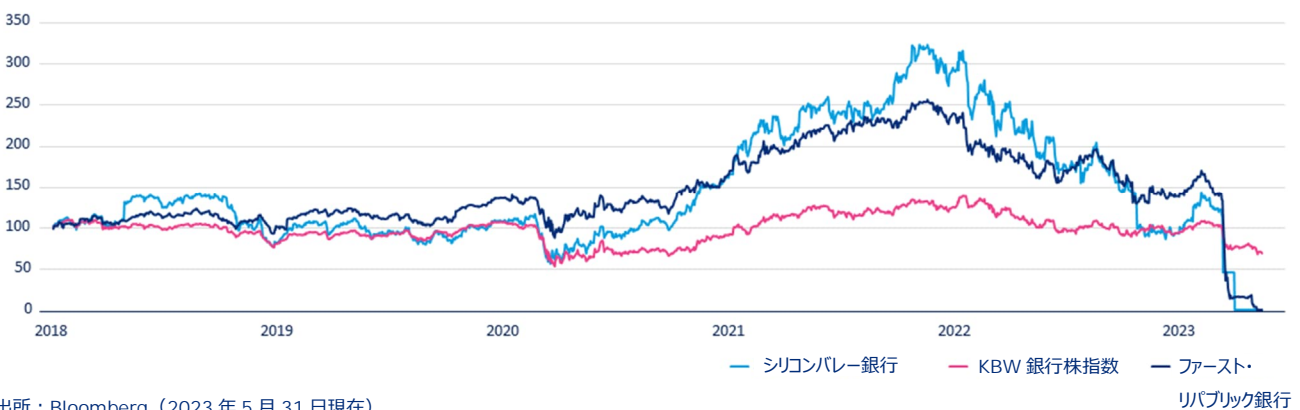
短期的には総合インフレ率は大きく低下することが予想されるが、コア・インフレ率が中央銀行の目標水準である 2%まで持続性のある形で低下するのかどうか、またいつそれが起きるのかという点はあまり明確ではない。コア・インフレ率の低下が遅れる場合には、中央銀行はしばらくの間、政策金利を高止まりさせるか、あるいは一旦休止した利上げを再開せざるを得なくなる可能性もある。

地政学

米中関係のさらなる悪化は追加的な輸出規制にとどまらず、超大国同士の直接的、間接的な軍事衝突に発展するリスクを孕んでいる。また、現在起きているウクライナ戦争がさらにエスカレートすることは、政治的、経済的、そしてより重要なこととして、人的被害という点において広範囲に影響を及ぼすリスクである。

図 8 . 米地銀の株価

下図の指数および株価は 2018 年 12 月 31 日時点をもとに再計算したもので、KBW 銀行株指数は米国の大手地銀および全国銀行の株価を参照した代表的な米地銀株価指数である。



出所：Bloomberg（2023 年 5 月 31 日現在）

ポートフォリオのポジショニング

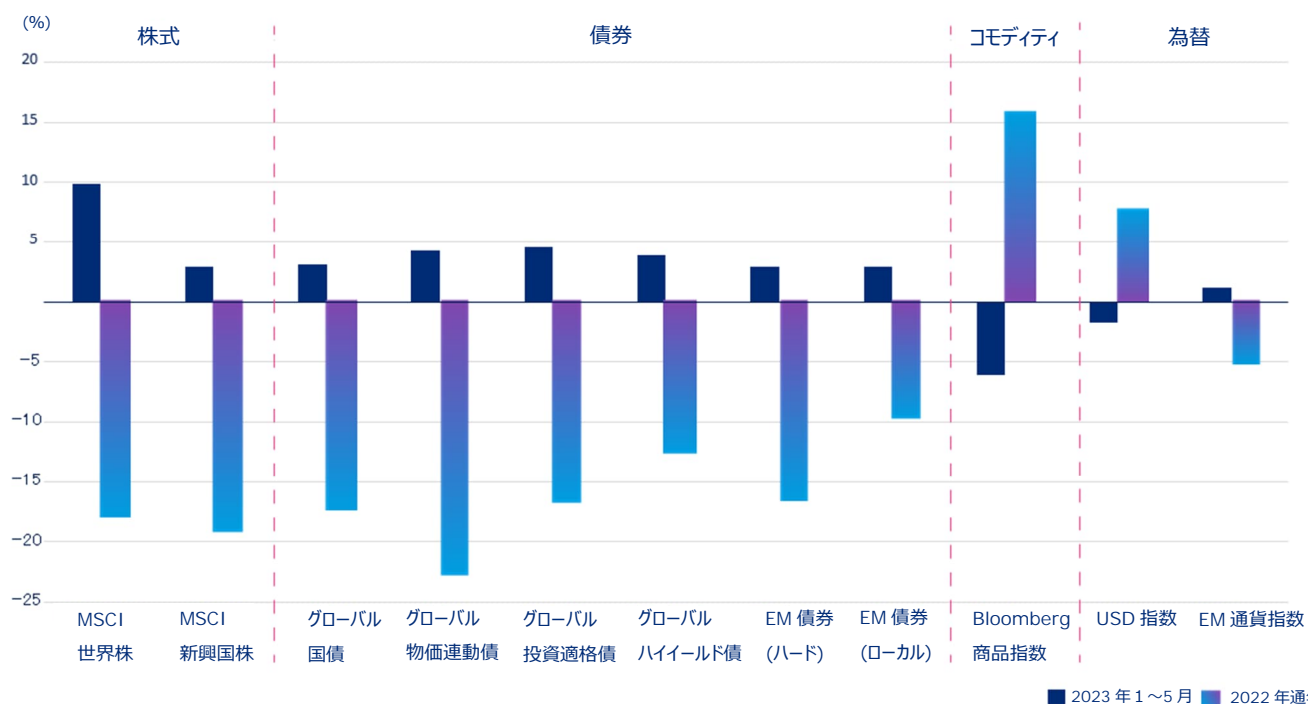
利回りの上昇は債券の復活を意味する

マクロ経済の見通しには不透明感が残っているが、当社はディフェンシブ債券や現金よりも、グローバル債券（ハイールド債券や新興国債券）を愛好している。

株式についてはバリュエーションが妥当な水準にあることから当社は中立の見方を維持している。インフレ率の更なる低下は株式市場を下支えする要因となるが、2023年に関しては先進国企業の業績は精彩を欠くことが予想される。新興国株式は、中国の景気回復が新興国の力強い経済成長と企業収益の伸びをもたらすことが見込まれるため、当社は新興国株式のオーバーウェイトを維持している。また全般的な米ドル安も新興国市場を下支えすることが見込まれる。

米ドルは先進国通貨および新興国通貨に対して下落することが予想される。

図9. 主要資産クラスの騰落率（2023年1月～5月末、2022年通年）



出所：Bloomberg（2023年5月31日現在）

■ 2023年1～5月 ■ 2022年通年

お問い合わせ

詳細については www.mercer.com/insights/investments をご覧ください。
mercerinvestmentsolutions@mercer.com または、当社のマクロ分析/投資スペシャリストにお問い合わせください：



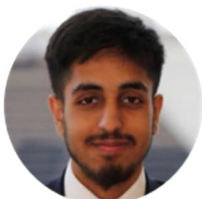
ルパート・ワトソン

マクロ&ダイナミック・アセット・アロケーション・グローバルヘッド
rupert.watson@mercer.com



ユリウス・ベンディカス

マルチアセット・ポートフォリオ・マネージャー
julius.bendikas@mercer.com



ファハド・バダル

マルチアセット・アナリスト
fahad.badar@mercer.com



マックス・ベッカー

戦略リサーチアナリスト
max.becker@mercer.com

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、MercerLLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[Report\(Vertical\)\(mercer.com\)](https://www.mercer.com/Report(Vertical))をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 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た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。