

2024 年の経済・市場見通し

間近に迫る正常化



Contents/目次

Executive summary/概要	2
Growth/経済成長	4
Inflation/インフレ	11
Central banks/中央銀行	17
Key risks/主なリスク	20
Markets/市場	22



Executive summary/概要



Rupert Watson

Global Head of Economics and
Dynamic Asset Allocation

世界経済は COVID-19 の大流行とそれに伴う政策対応の余波をいまだに受けている。米国をはじめとする先進国の多くにおいて、政策担当者は景気を下支えすることを目的として、特にワクチン、治療薬、あるいは人々の免疫が作用しない場合に備えて過剰な景気刺激策を講じた。この状況では、小さすぎるよりは大きすぎる刺激策の方が恐らく良かったのであろう。しかしながら、過剰な刺激策により失業率は歴史的な低水準にまで低下し、賃金上昇率とインフレ率の顕著な上昇を伴って労働市場が過熱した。

2023 年に入って、各中央銀行は金融政策を厳しく引き締めた。これは、急激な景気後退を引き起こすことなく経済を正常な状態に戻すことを期待しながら行われた。2024～2025 年には、政策担当者がその目標をほぼ達成すると当社では考えている。これが運によるものなのか、それとも適切な判断によるものなのかは、歴史家の判断に委ねたい。現在の金融政策によって経済成長率が低くなり、労働市場と経済全体がバランスを取り戻すにつれて、労働市場、賃金上昇率、およびインフレ率については正常に近い水準に戻ると当社は考えている。

先進国の中で日本は主な例外である。日本は 1997 年から 2022 年まで名目ベースの経済成長がほとんど見られず、デフレの勢いが強まっていた。当社は、日本経済はデフレを脱却し、リフレーションに成功したとの確信を深めている。本稿の後半で説明するように、これは日本株と日本円にとってはプラスになるはずだが、日本債券にとっては明らかにマイナスである。

一方、中国はまったく異なる景気サイクルの段階にあり、景気は過熱しておらず、むしろ不十分な状態である。経済活動の水準が明らかにキャパシティを下回っているため、政策当局は力強い成長を確保するために必要な限りの緩和を行うと思われる。2023 年 4-6 月期に経済活動の低迷が確認された後、7 月には積極的な景気支援策が導入され始め、ここ数カ月で経済指標も改善している。中国以外の新興国は 2024 年も好調で、必要であれば金融緩和を行える状態にあると当社では予想する。

先進国（日本を除く）の多くでインフレ率がゆっくりと低下する一方、中国では低い水準から緩やかにインフレ率が上昇し、全体的なインフレ率の変動は過去数年ほど不安定な状況ではなくなるだろう。このため、これらの地域の金融政策も、2022～2023 年と比べて相対的に穏やかな変化にとどまると思われる。重要な例外は日本で、2006～2007 年に見られた 2 回の誤った利上げを除くと、日本銀行が 1990 年以来初めて利上げを実施すると当社は予想している。利上げはその後も継続される可能性が高く、その場合には日本にとって画期的な進展となる。

金融市場の見通しに関しては、2023 年に起きた債券主導の低迷を受けて、殆どの資産クラスについて当社の見方はやや楽観的になってきている。債券利回りは 20 年ぶりの高水準近くまで上昇しており、過去数年ぶりに初めてそれなりのリターンが得られる見通しとなっている。近いうちに米国の経済成長が長期トレンドを下回るペースまで大幅に減速する（ただし景気後退ではない）という当社の見方が正しければ、賃金上昇率とインフレ率はさらに低下するはずである。これによって緩やかな金融緩和環境がもたらされる可能性があるが、債券利回りが過去 10 年間に見られた水準まで低下するとは思えない。

債券市場の安定化と、緩やかに債券利回りが低下する可能性は株価を下支えする要因となる。株式市場のバリュエーションは全般的に高水準であり、おそらくここから株式が大きく上昇する可能性は低い。インフレと金利上昇懸念の後退による恩恵は受けるだろう。低調な経済成長により企業収益は伸び悩むはずだが、多くの新興国で経済が改善すれば、世界全体で見たときには企業収益の成長はある程度下支えされるはずである。

新興国市場に関しては、新興国株は2024年に絶対収益ベースおよび相対収益ベース（対先進国株）で長期にわたる上昇局面が始まる可能性がある。新興国株のバリュエーションは魅力的であり、GDPと企業収益の成長も一定程度期待されている。さらに、新興国市場は投資家に選好されていないため、多くの投資家のポートフォリオでアンダーウェイトになっている。また、新興国通貨のバリュエーションは特に米ドル対比で魅力的であり、新興国通貨の上昇が新興国株のリターンを若干押し上げる可能性がある。

通貨に関しては、1990年以來の安値水準にある日本円ほど割安な通貨はない。本稿執筆時点では1ドル150円となっている¹。さらに、インフレ率の差を考慮すると1970年代初頭以來の安値となり、記録的な水準に近づいている。ある通貨が異常に弱い場合、通常それは広い意味でその国の経済状況が悪化していることを示す。日本では実際にはその逆が当てはまり、経済と企業はここ数年で最良の状態にある。これらを踏まえると、おそらく日本銀行の利上げが引き金となり、日本円は大幅に上昇する可能性がある。政策金利はマイナス水準を脱し、その後さらに引き上げられるだろう。

本稿では、これらの論点をより詳細に議論するとともに、株式や債券など主要な資産クラスに加え、フロンティア市場債券やアジア・ハイイールド債券といった資産クラスにおける投資機会についても考察する。主要なクレジット資産のバリュエーションは割高な水準であり、リターンを損なわずにリスクを軽減するチャンスでもある。相変わらず数多くのリスクが存在するが、どこに問題が発生するかを特定するのは常に困難である。現在の高金利はおそらく資金調達リスクを醸成している。本稿執筆時点ではFRBは利上げを終了した可能性が高いが、さらなる利上げの可能性も完全には否定できない。地政学的リスクも依然として存在する。一方で、特にテクノロジー分野で起きている広範でポジティブな出来事を見逃してはいけない。AIがいつ実体経済に影響を及ぼし始めるかを知ることは非常に難しいが、エネルギー、ヘルスケア、その他多くの技術分野は、中長期的に人々の生活、家計、および投資家のポートフォリオを改善する可能性を秘めているため、最終的に実体経済に与える影響は大きいものになると当社は予想している。

Growth/経済成長

広範に回復しているが地域差も見られる

2023年は経済が大きな弾力性を示した年として経済史の教科書に刻まれることになるだろう。実際、高金利、銀行融資基準の厳格化、製造業の減速など、数多くの逆風が吹いたにもかかわらず、世界経済は相応のペースで拡大を続けた。力強い所得の伸び、貯蓄の取り崩し、あるいはインフレ率の低下によって消費は支えられた。一部の地域では民間投資の増加や大規模な財政刺激策も見られた。世界の製造業は苦戦したが、サービス業はパンデミック後の需要がモノからサービスに移っていることの恩恵を受けて好調を維持した。世界の経済成長率は決して一様ではなく、米国が突出して好調だった一方、中国経済は苦戦した。



2024年に入ると、これまでの景気のサポート要因が薄れたり、あるいは完全に消滅するにつれて、米国をはじめとして景気が過熱気味であった国では、今後は景気の冷え込みに直面すると予想される。

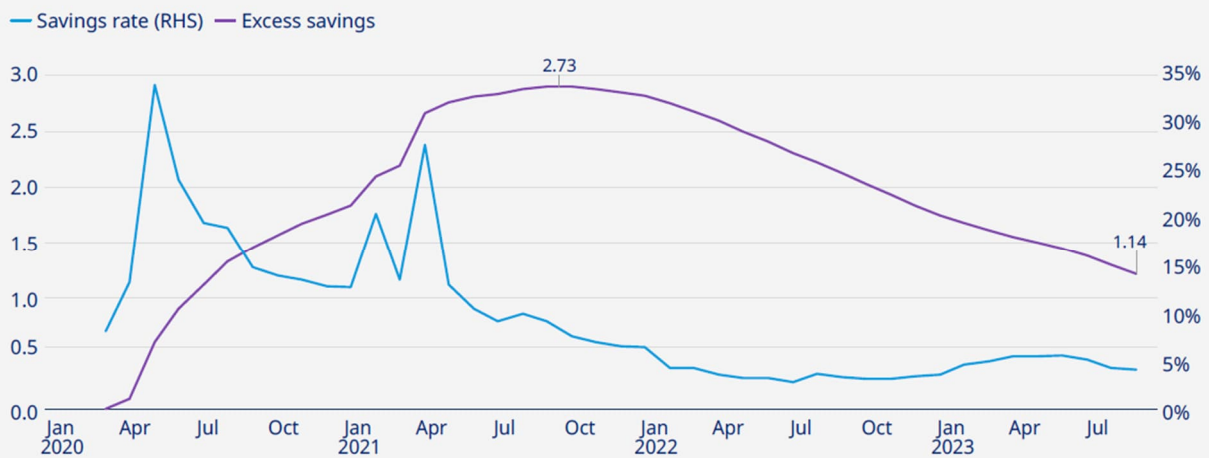
1. 米国における余剰貯蓄の減少

2023年の消費は、パンデミック中に蓄積された貯蓄の活用によって支えられた。生活費の上昇、住宅ローンの借り換えコストの上昇、さらには休暇の旅行費用の高騰に直面しても、消費者は余剰貯蓄を活用することができた（図1を参照）。米国では、余剰貯蓄額はピーク時に2.7兆米ドルに達し、2023年9月末時点で1.1兆米ドル近くとなっている²。しかしながら貯蓄額は無限ではなく、現在の取り崩しペースでは今後数四半期で枯渇する可能性がある。なお、余剰貯蓄の一部、特に高所得者が保有する貯蓄は使用されないまま残るだろう。

2. 拡張的な財政政策の終了

あまり話題になっていないが、2023年の経済活動を強力に推進したものの1つは財政刺激策である。米国では、インフレ抑制法やCHIPS法などの数多くの政策措置により、税収が低調だった時期（企業収益の減少による法人税収の減少、資産価格下落によるキャピタルゲイン税収の減少）でも財政支出が増加した。このため、米国政府は2023年については前年をはるかに上回る巨額の財政赤字を抱えた。当社では2024年の財政赤字は2023年よりも小さくなると予想しているが、これは財政政策が縮小し、経済活動の重しとなることを意味している。

図1：米国の余剰貯蓄額と貯蓄率（1兆ドル単位）



Source: Bloomberg, Mercer calculations. Data as of September 30, 2023.

景気サイクル

3. サービス部門の減速

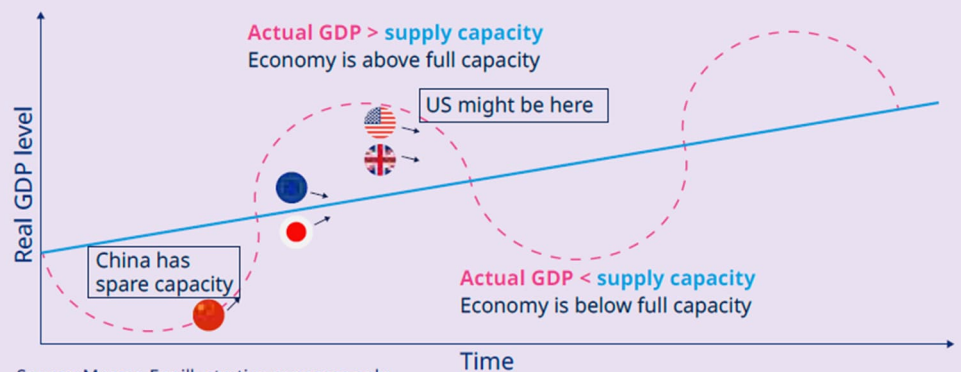
2023年のサービス部門は非常に好調で、正常な状態に回帰した。例えば、人々はトレーニング器具を購入する代わりにジムに戻り、キッチンを改修するのではなくレストランで食事をしたり、休日には外出した。2023年末が近づくにつれ、パンデミック後のサービス消費ブームが陰りを見せ、また価格高騰も要因となりサービス部門は勢いを失いつつある。この状況は2024年も続く予想される（図2を参照）。

4. ベース効果によるインフレ率低下は一回限り

2022年真夏の欧州における天然ガス価格は約339ユーロ、石油価格は約120米ドルだった³。1年後、これらの価格は大幅に下落し、消費者の家計をサポートしている。中古車価格など、サプライチェーンのボトルネックで高騰していた財の価格が低下に転じていることも同様の影響を及ぼした。これらの影響は大きいものの、2024年に同じことが繰り返されるとは当社は考えていない。

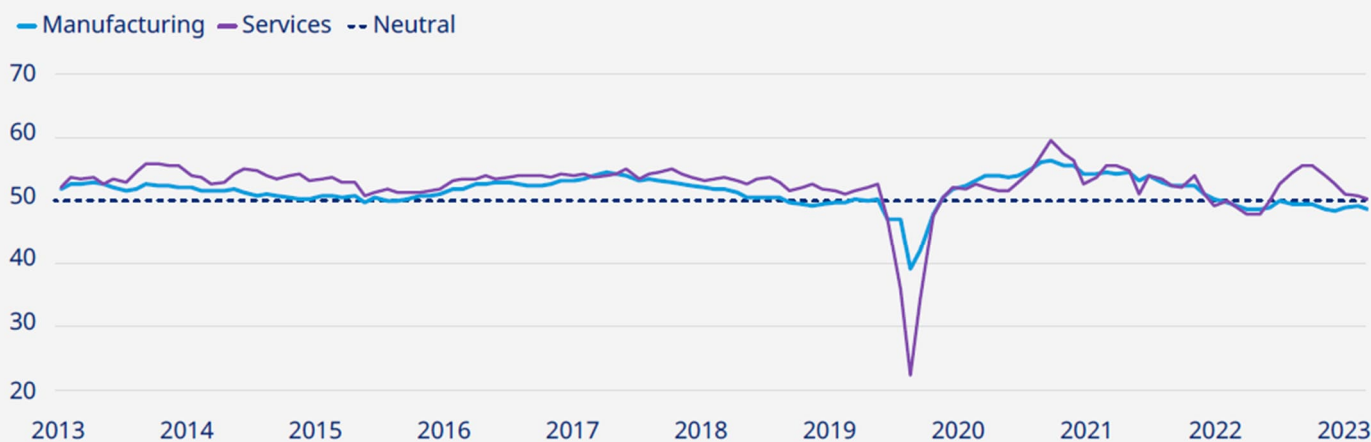
下図において青色の線は一国の経済が達成できる実質GDPの水準（言い換えれば経済全体のキャパシティ）を示している。経済全体のキャパシティは、その国が保有する資本、労働力、および生産性によって決まり、ほとんどの先進国では約1~2%、もしくは経済学者が潜在成長率と呼ぶ速度で成長する。しかしながら、経済成長の過程は平坦なものではなく、経済は拡大と縮小を繰り返す。実際の実質GDP水準はピンク色の線で示されており、消費、政府支出、投資、および（輸出から輸入を引いた）純輸出がその構成要素である。

ピンク色の線が青色の線より上にある場合、経済は過熱しており、労働市場が逼迫することにより賃金が上昇し、インフレが加速する状況にある。反対に、ピンク色の線が青色の線を下回っている場合、経済はそのキャパシティを下回る速度で成長しており、インフレ率は目標を大幅に下回っている可能性がある。ひとたび経済が過熱すると、中央銀行は経済活動とインフレを抑制するために金利を引き上げる。実質GDPの水準がキャパシティを下回ると、これを青色の線の水準まで回復させるべく、中央銀行は利下げによって景気を刺激する。下図で示されているように、米国経済はキャパシティを上回っており、労働市場の過熱に繋がっているため、FRBは景気減速を意図して利上げを行ってきた。それとは反対に、中国経済はキャパシティを大幅に下回る水準であるため、需要拡大のための金融緩和政策が実施されている。米国経済の過熱度は2023年に低下したが、依然として注目に値する。



Source: Mercer. For illustrative purposes only.

図 2: | グローバル PMI（購買担当者景気指数）



Source: JP Morgan. Data as of October 31, 2023.

景気のサポート要因が薄れるにつれ、積極的な金融引き締めや金融環境の逼迫が逆風となり経済活動が減速する可能性が高く、特に以下の点は注目に値する。

1. 史上最も積極的な利上げサイクルを経て、金利は制約的な水準に達している

金利が高いということは、新規や借り換えのローンを組むのにさらなるコストがかかり、クレジットカードの金利負担が家計により重くのしかかることを意味する。もちろん、金利上昇が消費者や企業の行動に一定の影響を与えるまでにはしばらく時間がかかる。一部の国では住宅ローンは長期固定が主流で、金利上昇が住宅ローン金利の上昇に反映されるまでに長い時間がかかる。企業の借入の多くは金利が上昇し始める前に行われており、借り換えコストの上昇はまだ表面化していない。当社では、高金利環境が今後も続くと考えており、個人は高い金利での借り入れを余儀なくされ、借り換えを行う企業は収益性の悪化に対処しなければならなくなると予想している（図 3 を参照）。

したがって、金利上昇の副産物として、消費者や企業による返済遅延や債務不履行が増加する可能性が高いと思われる。

2. 銀行は融資基準を厳格化

例えば、ある中堅企業が新しい工場を建設するために融資が必要な場合、数年前とは異なり、追加の保証（例えば、より多くの担保を設定）を提供しなければ融資を受けられない可能性もあり、金利上昇と相まって、これは 2024 年に信用創造を抑制し、経済活動の減速に繋がると考えられる（図 4 を参照）。

3. 製造業は依然として停滞

しかしながら、最新の調査データでは、製造業が底入れし、2024 年に向けて前向きな状況に転じつつあることが示唆されている。

図 3 : 先進国および新興国の利上げサイクル

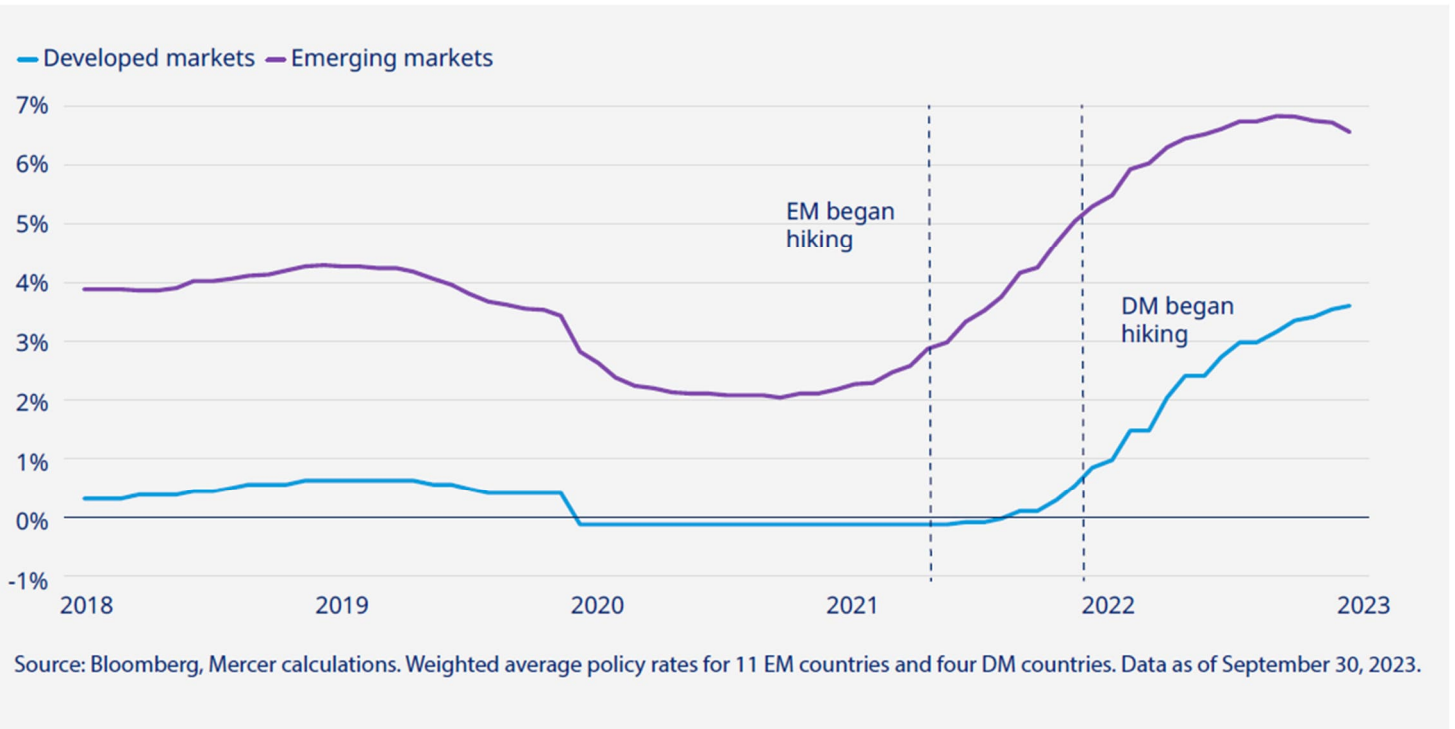
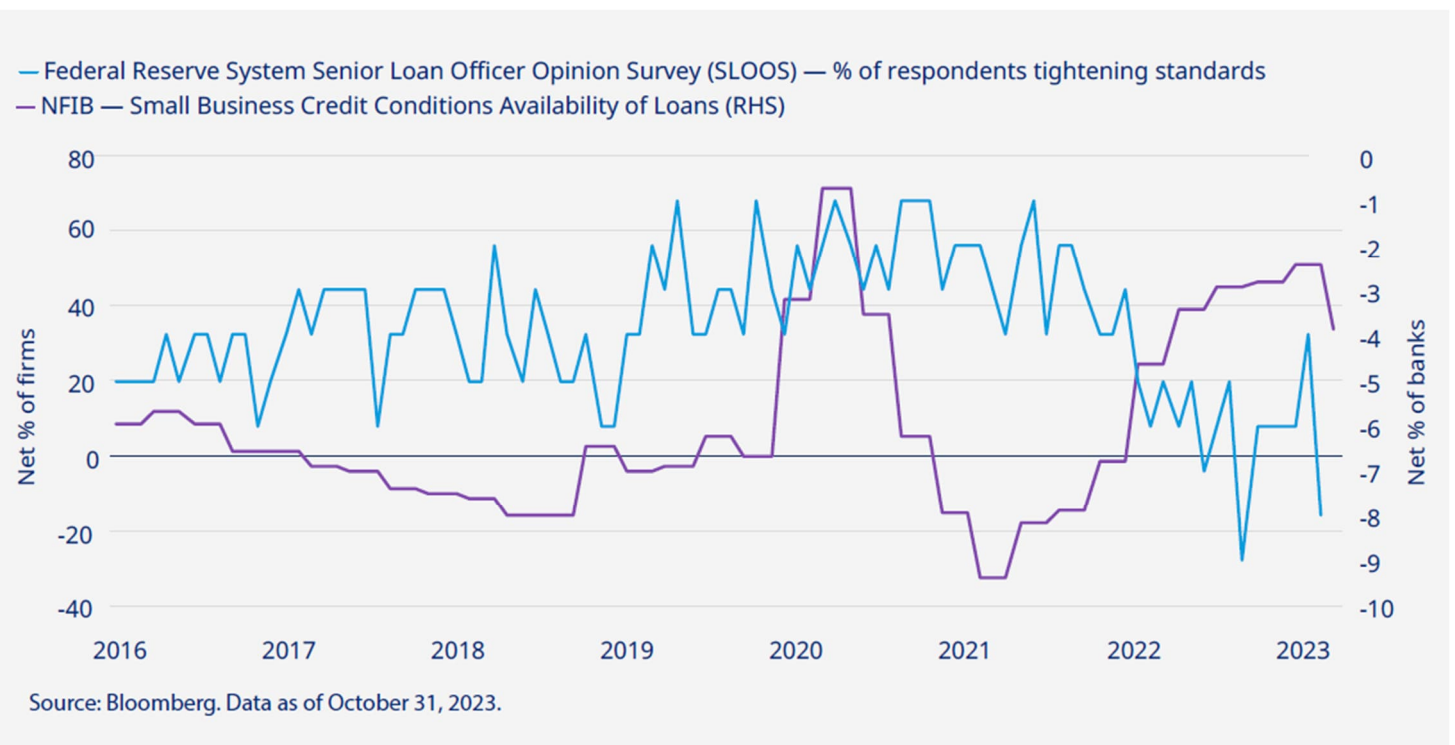


図 4 : 米国の信用状況

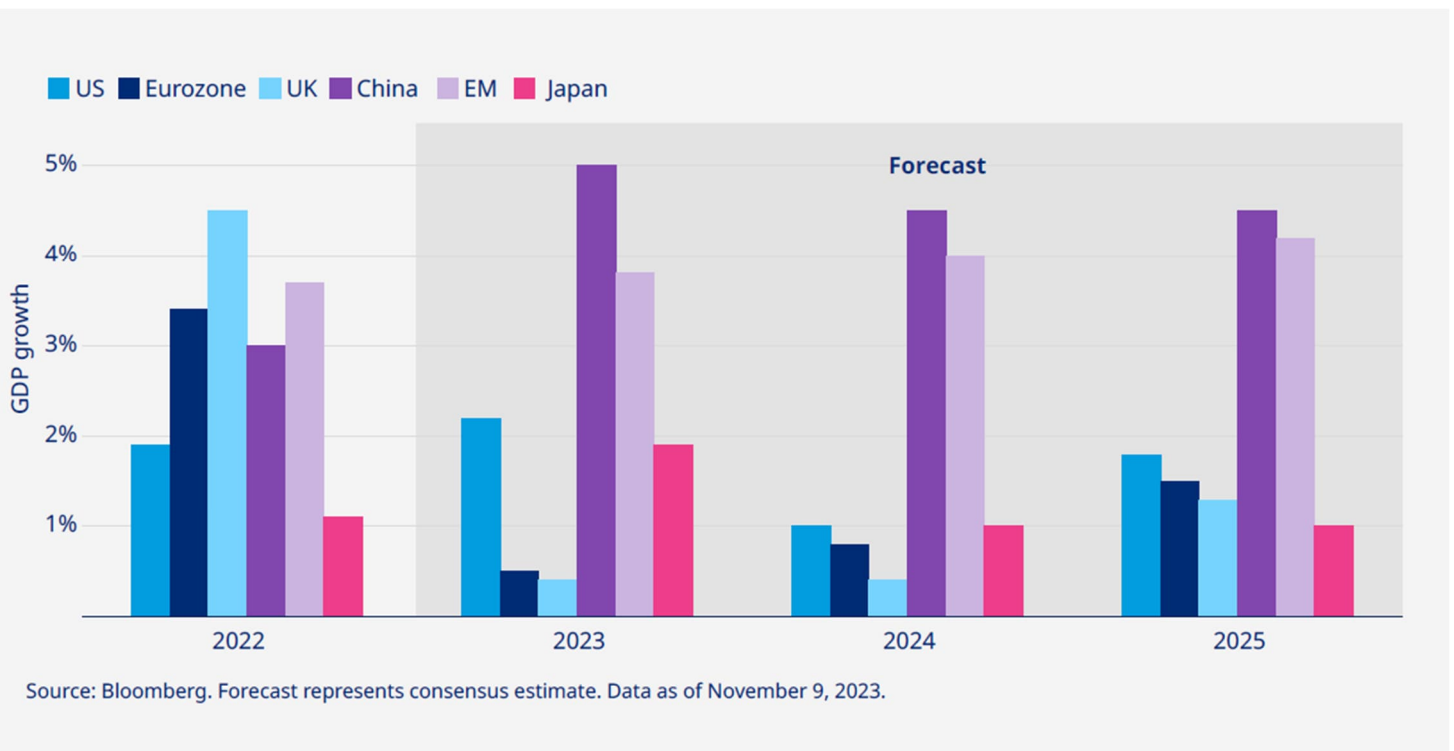


米国等の過熱した経済の脆弱性は、他の地域の力強さによって相殺される可能性がある。例えば、中国は政策支援による力強い成長期を迎え、製造業の在庫循環の転換、そして住宅市場の安定化（もしくは回復）の可能性がある。他の新興国経済についても、中央銀行が金融緩和政策を開始することにより、好調に推移するだろう。ユーロ圏経済は製造業の減速を背景に2023年は厳しい状況だったが、景気の過熱感は少なく、2024年にはECBが必要に応じて利下げを行えるため、比較的良い状況にある。ユーロ圏のインフレ動向は大幅に改善しており、製造業は底入れの兆しを見せている。

日本経済は2024年に好調に推移するだろう。第一に、日本は2023年初頭から外国人観光客の受け入れを再開しており、COVID-19後の国内消費者からの待機需要の恩恵も受けている。第二に、失業率の低下と賃金上昇も消費を押し上げる可能性が高い。第三に、企業がコストの増加を最終消費者に転嫁することを躊躇わらなくなったことで利益率が改善し、賃上げ余力が下支えされていることもあり、企業部門の見通しは良好である。

良好な見通しの日本、状況が改善している中国、全体的に好調な新興国といった要因により2024年に世界経済が引き続き弾力性を維持する可能性が高いが、これは2023年とは異なる地域が世界経済の成長を牽引することを意味している。

図 5 : 実質 GDP 成長率 (前年比)



2024 年の見通しにおいて、パズルの最後のピースとなるのは AI である。AI が短期的および長期的に世界の GDP にどのような影響を与えるかはまだわからないが、多くの可能性を秘めていることは確かである。今や広く活用され始めているアプリケーションである ChatGPT⁴を通じて、AI は突如 2023 年に脚光を浴びた。ChatGPT は、ユーザーが以前よりも簡単な方法で AI と対話できる生成型 AI チャットボットである。

現在、生成型 AI がマクロ経済に及ぼす影響に注目が移ってきている。AI は労働生産性を急速に高め、ひいては GDP 全体を押し上げる可能性がある。これらのテクノロジーの導入とその機能については、まだ大きな議論の余地があるが、AI が今後数年間の経済成長の経路に大きな影響を与える可能性は明らかである。



主なポイント

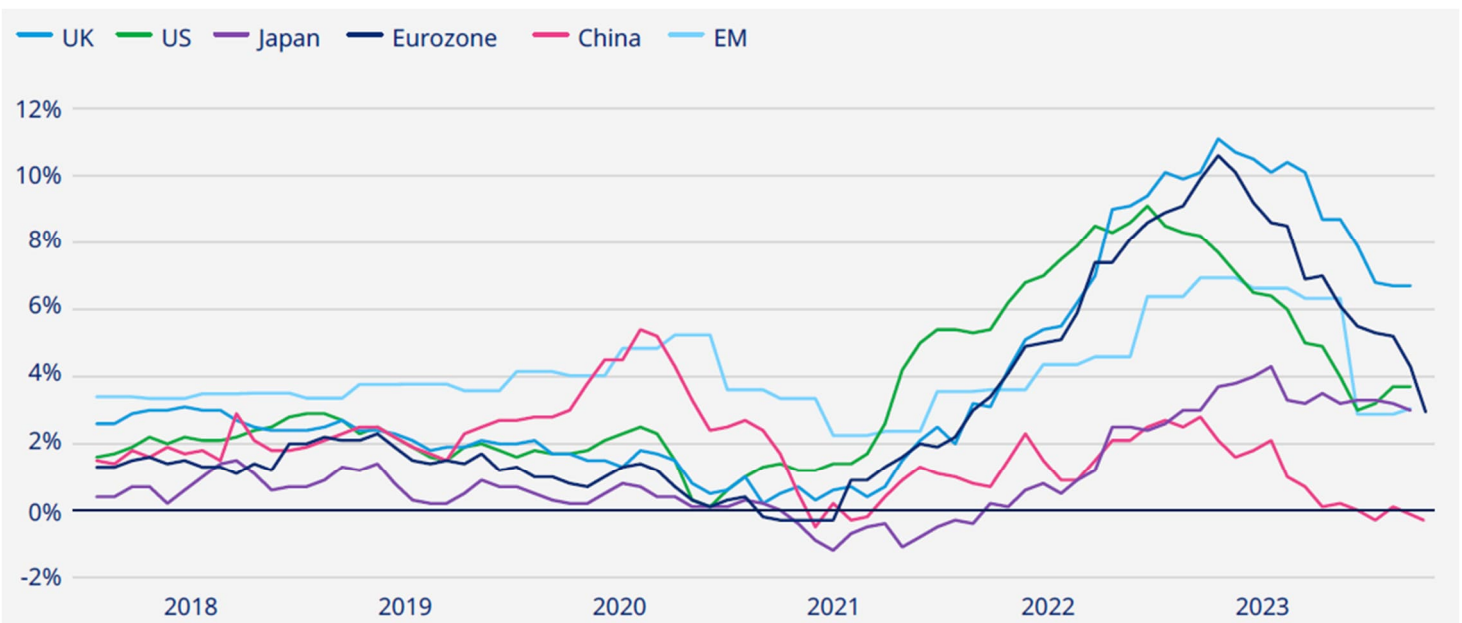
- 米国経済をはじめとする過熱した経済圏は減速する見込み。
- 世界経済の弾力性は中国、その他の新興国、日本等に牽引されるだろう。
- AI の導入が進むにつれ、生産性向上が大幅に促進されるはずだが、いつ、どの程度の効果が得られるかはまだ明らかではない。

Inflation/インフレ

まもなく目標に到達

2021年から2022年にかけて、多くの主要中央銀行の考えに反してインフレは一時的なものにとどまらなかった。2023年に入り、世界的にインフレ率の上昇は一巡し始めており、最近のインフレ率低下は主に供給サイドの要因によるものである。商品価格（天然ガス、石油等）や特定の財（中古車等）の価格が下落し、またサプライチェーンの混乱（海上運賃の高騰等）が解消されているが、世界的に総合インフレ率は依然として中央銀行の目標を著しく上回っている（図6を参照）⁵。

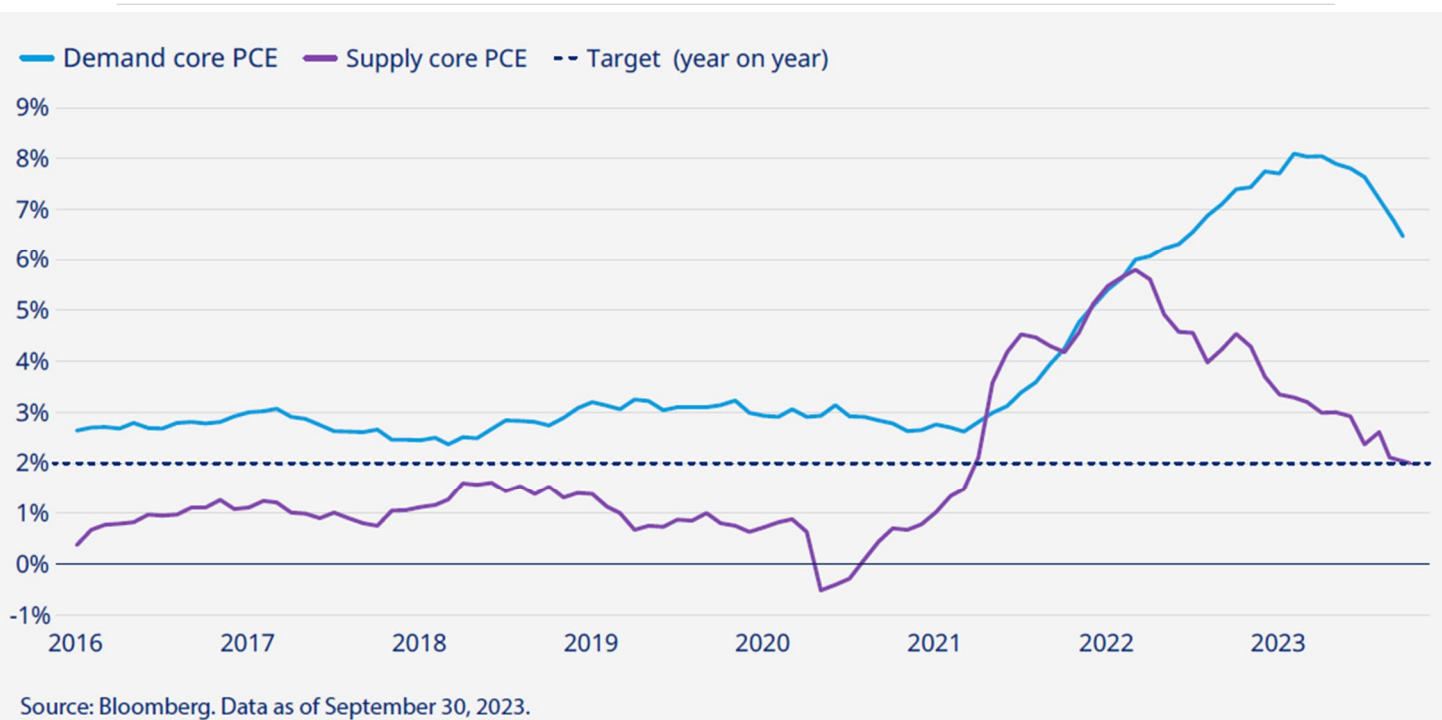
図6：総合インフレ率（前年比）



Source: Bloomberg. Data as of October 31, 2023.

需要サイドのインフレ要因はまだ残存しており、インフレ率が2%に戻るまでには道半ばである（図7を参照）。

図 7：米国のインフレ状況



2024 年は経済成長の鈍化により需要サイドのインフレ要因が後退し、先進国ではインフレ率が中央銀行の目標水準に近づく当社では予想しており、以下の点に注目している。

1. 政府のインフレ統計は民間の賃料指標に遅行する傾向があるため、住居費インフレ（主として米国）は徐々に沈静化するだろう

図 8 は、CPI 算出時に用いられる賃料水準が実際の賃料に遅行していることを示している。CPI の構成要素の一つである住居費（前年比の変化率）は、民間の賃料指標と比較すると、ピークに達するまでに 2 倍の時間がかかっている。このため足元の賃料の低下局面においても、同様の時間差が生じている可能性がある。

2. 労働市場の過熱が緩和され、求人数の減少、失業率の上昇、賃金上昇率の鈍化に繋がるだろう

賃金上昇率が 3.0～3.5%程度まで低下すれば、インフレ率も概ね中央銀行の目標水準に近づくだろう。当社では、2024 年も労働市場の過熱が緩和され、賃金上昇圧力は緩やかに、しかしながら確実に沈静化していくと予想している（図 9 及び 10 を参照）。

図 8 : 米国の住居費インフレと実際の賃料水準
(オンライン不動産データベースの Zillow を参照)

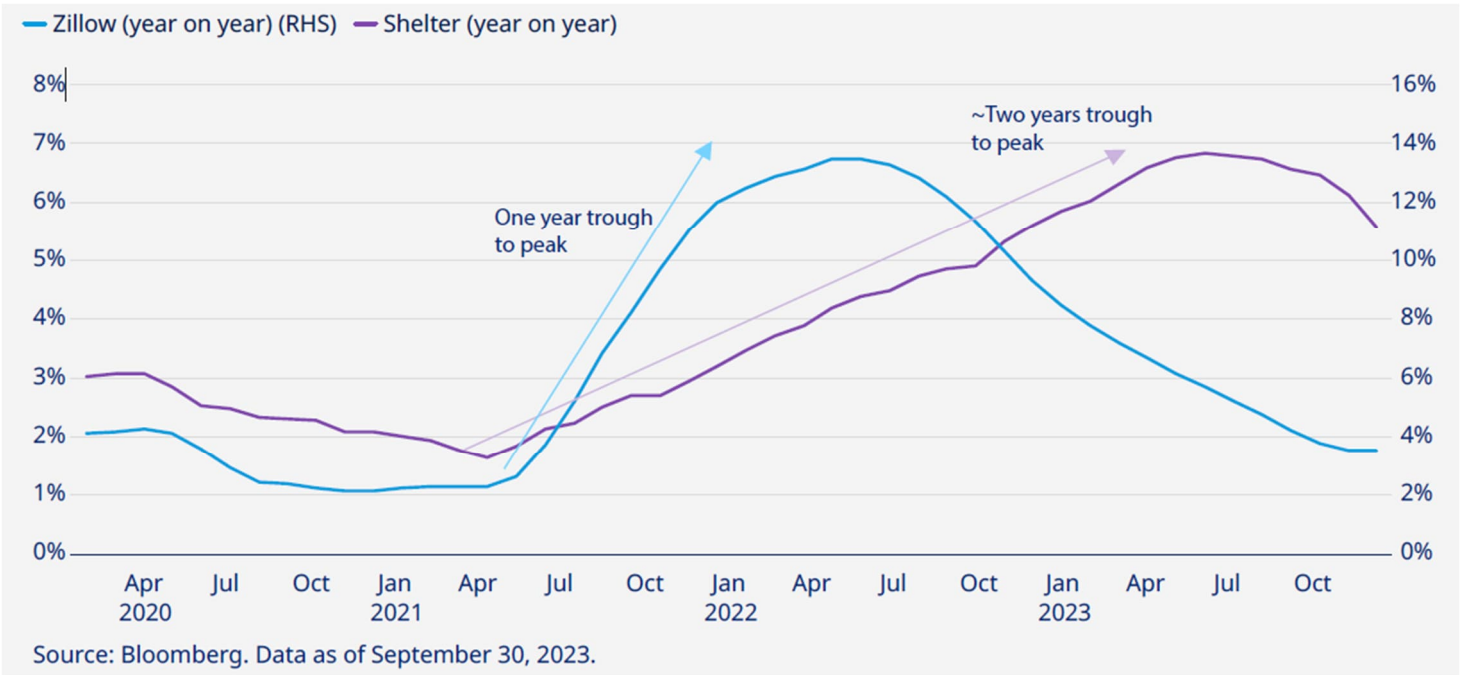
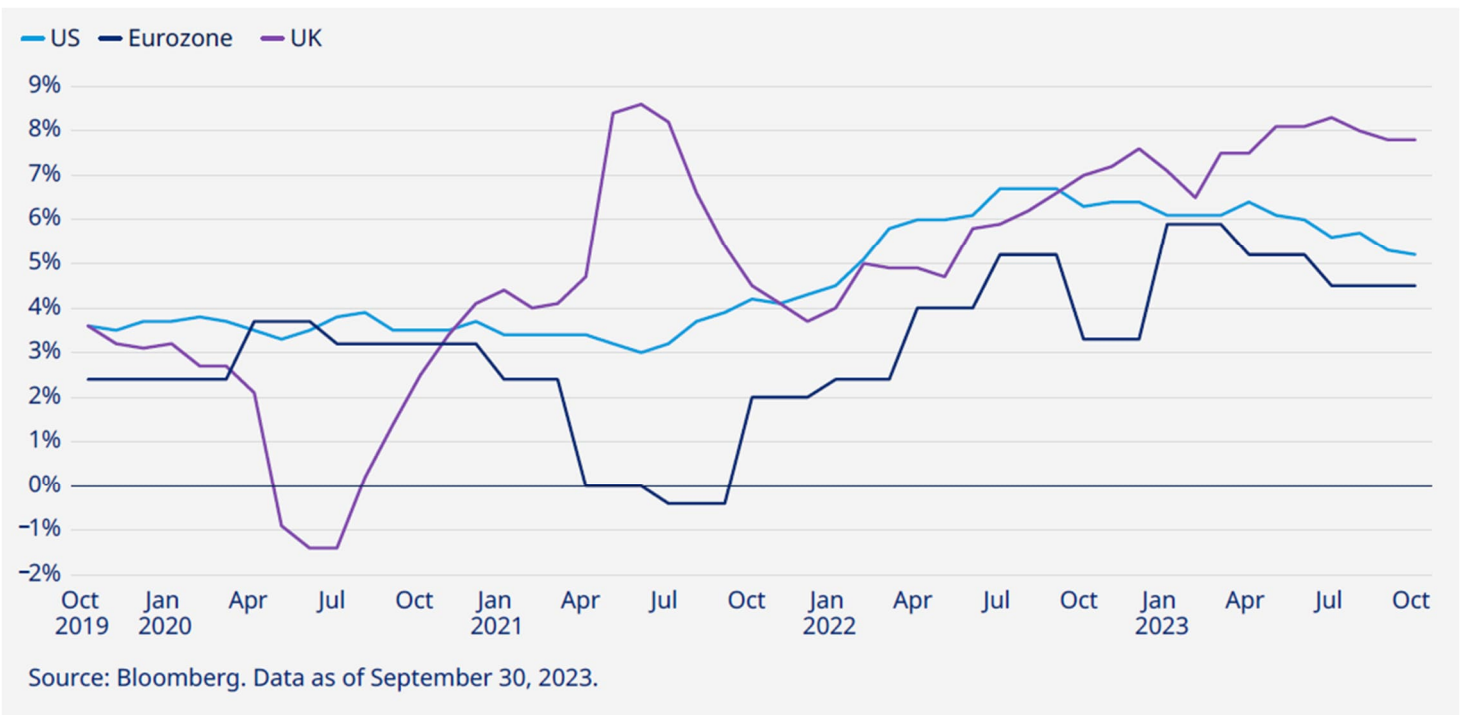
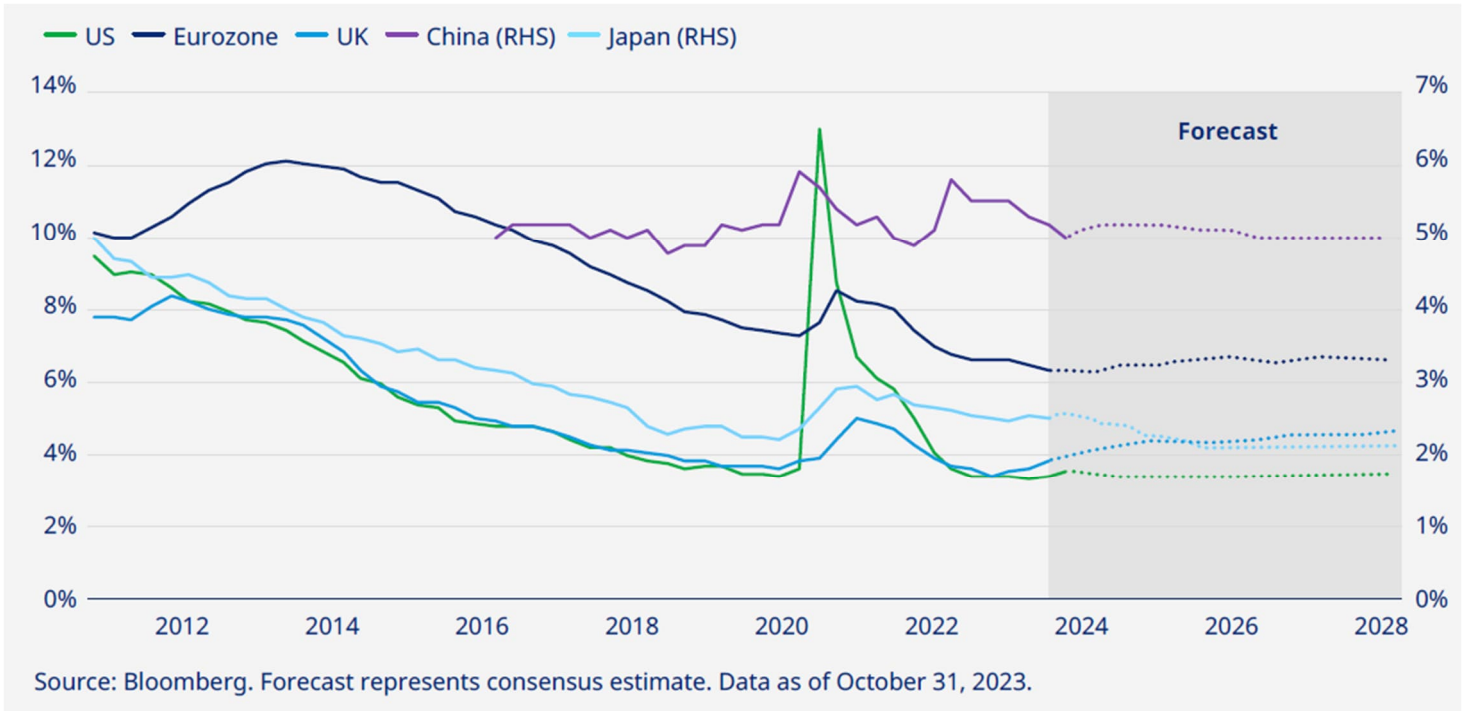


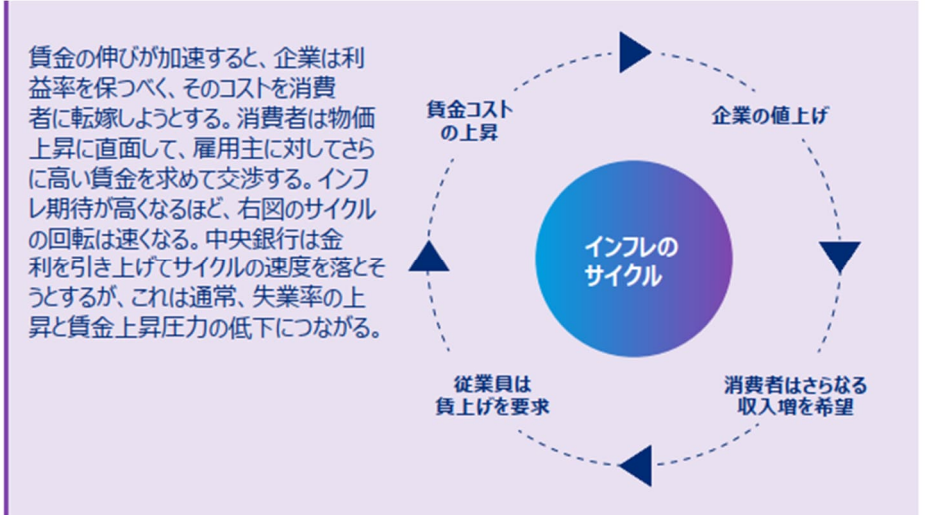
図 9 : 賃金上昇率 (前年比)



10 : 失業率 (%)



インフレのサイクル

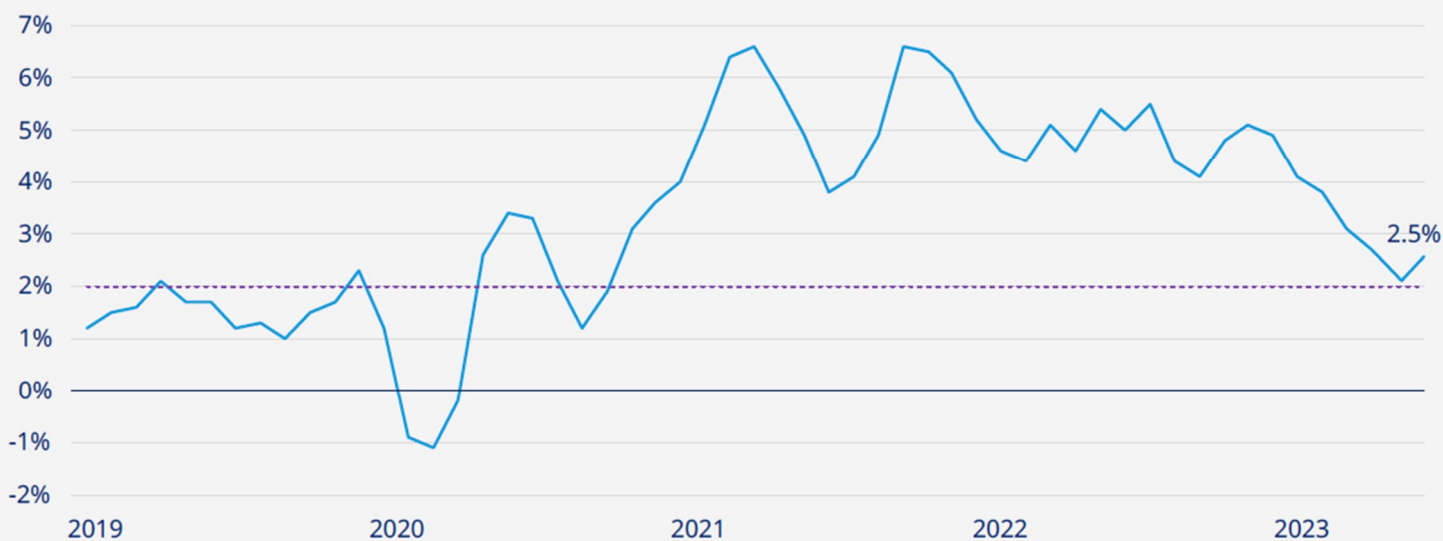




最近のエネルギー価格の上昇により、総合インフレ率が若干上昇する可能性はある。しかしながら、特に米国において賃金上昇率及び住居費インフレが低下するにつれて、コア・インフレ率の低下が継続すると当社は予想している。現在の3か月コア PCE（年率換算）は、基調的なインフレ圧力の低下を示唆する一例であり、2023年9月には2.5%まで低下した（図11を参照）。

図 11 : 米国の3か月コア PCE 変化率（年率換算）

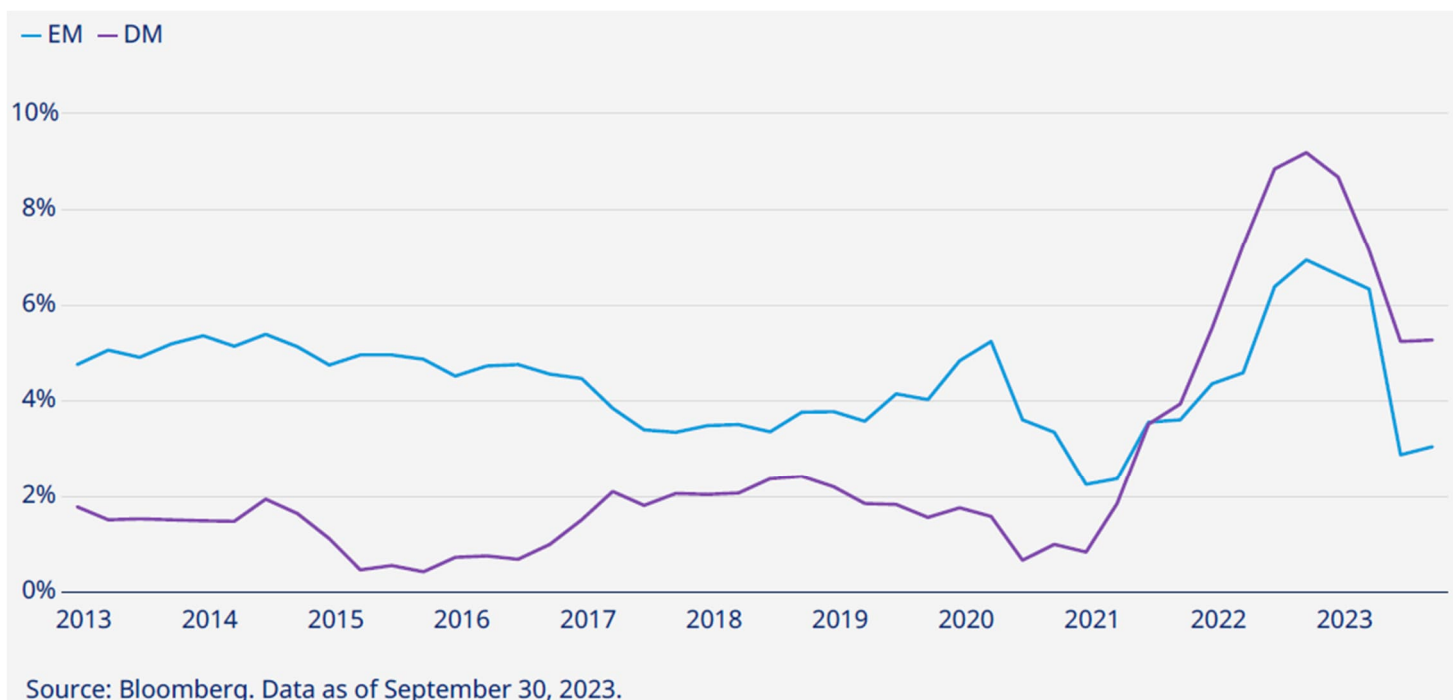
— US Core PCE (3M p.a.) -- Inflation target



Source: Bloomberg. Data as of September 30, 2023.

新興国におけるインフレは全く異なる状況に直面している。中国では、経済が回復 / 拡大の初期段階にあるため、総合インフレ率は横ばい⁷である（6 ページの景気サイクルの図を参照）。当社では、中国経済が過熱してインフレ圧力に直面するまでにはしばらく時間がかかると考えている。先進国よりも早く利上げが行われたことで、中国を除く新興国のインフレ率は低下しており（図 12 を参照）、2024 年もこの傾向が概ね継続するはずである。

図 12 : 新興国と先進国の総合インフレ率（前年比）



主なポイント

- インフレ率は 2023 年に急速に低下した。
- 労働市場は 2024 年も過熱感が緩和し、賃金上昇率は引き続き鈍化すると予想される。
- コア・インフレ率は中央銀行の目標水準に戻っていくだろう。

Central banks/中央銀行

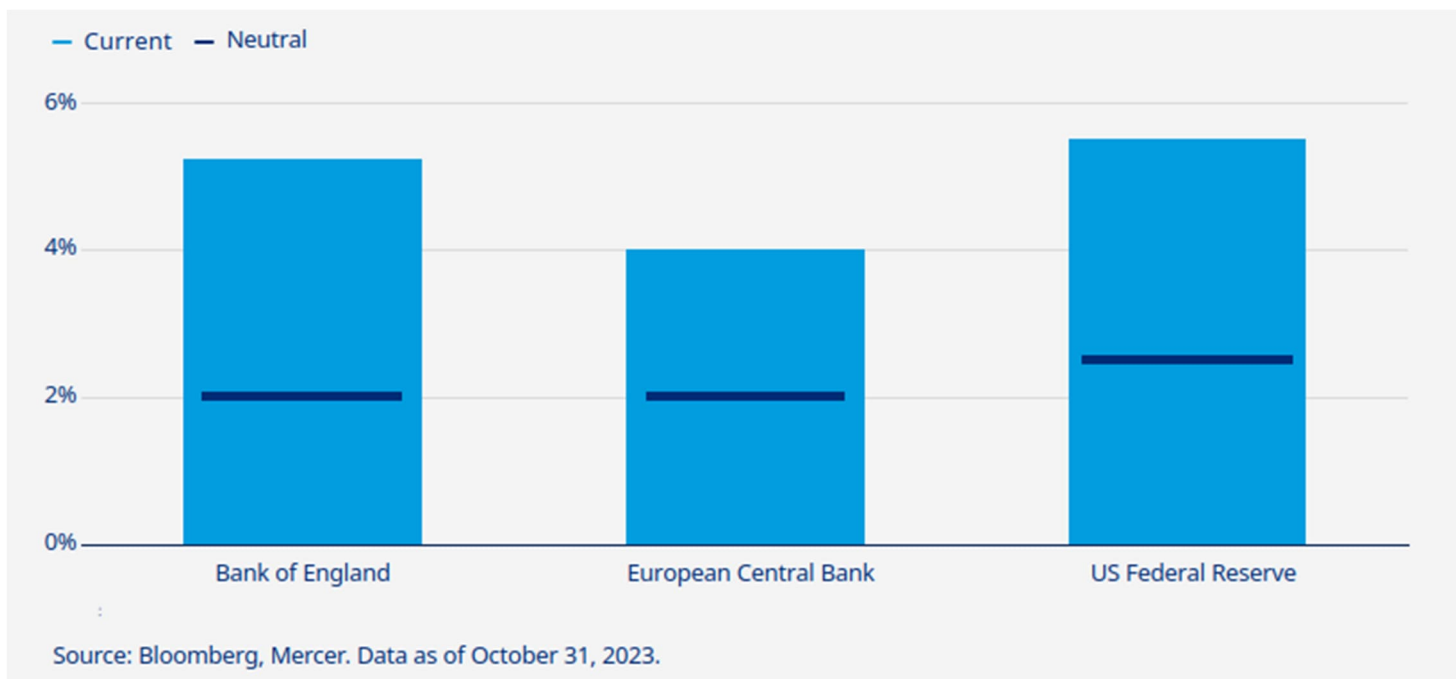
地域によって異なるが、金利はしばらく高水準で定着

過去 2 年間、インフレ率を目標水準に戻すために、各国の中央銀行は積極的な金融引き締めを行った。例えば、FRB は 5.25～5.5%、ECB は 4.0～4.5%、BOE は 5.15～5.25%も政策金利を引き上げた。図 13 で示されているように、現在の政策金利水準は明らかに引き締め領域にある⁸。当社では、先進国の中央銀行の利上げサイクルはほぼ終了し、インフレが目標水準まで戻り、その水準で維持されることがより確実になるまで、政策金利は現在の水準に据え置かれると考えている。

今後の焦点は中央銀行が利下げに着手できるかどうかに移り、そのためには以下の 3 つの条件を満たす必要があると当社では考えている。

1. インフレ率が目標水準まで低下し、その水準が維持される可能性が高いとみなされること
2. 経済成長率の低下
3. 失業率の上昇と賃金の伸びの鈍化

図 13 : 中央銀行の政策金利



現状では、主要国において上記の条件がいずれも満たされていないため、政策金利は高止まりする可能性が高い。これらの条件の一部は 2024 年に満たされると予想されるが、何らかの危機が発生して中央銀行が積極的な行動を余儀なくされるのであれば、本格的な利下げサイクルが始まるには不十分かもしれない。

金融政策サイクルにおいて、日本銀行は全く異なる時点にいる。ほとんどの先進国の中央銀行は緩和政策を停止、もしくは停止しようとしている一方、日銀はインフレ率の上昇に直面しても緩和政策を維持している。日本は過去 25 年間の大半にわたってデフレに苦しんできたため、日銀はインフレが目標に達しても、それが持続可能なものであるということを確認したいと考えている。2024 年には、日銀はインフレ目標が持続的に達成できるという確信を得るにつれて、マイナス金利政策を終了し、イールドカーブ・コントロールを廃止すると当社は予想している。

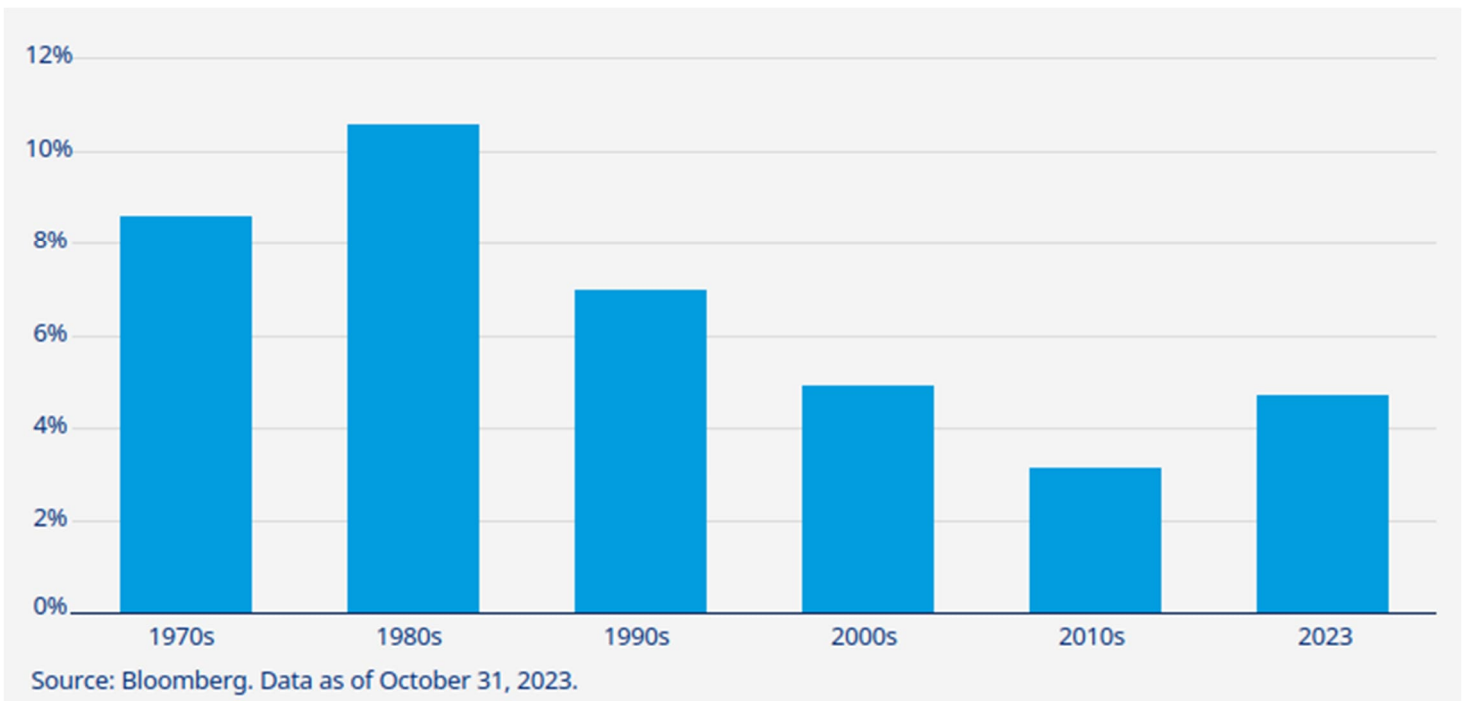
新興国ではまた事情が異なっており、これまでインフレに先手を打つ形で早期に利上げが行われてきたこともあり、一部の中央銀行は既に利下げを開始している。この傾向は 2024 年にさらに拡大すると予想する。中国は新興市場における例外で、経済活動がキャパシティを大幅に下回っているため、政策当局は消費と企業投資を促進し、苦境にある国内の不動産セクターを安定させるために金利引き下げやその他の刺激策を展開しており、2024 年もこの状況が続くと予想される。



自然利率（中立金利）

主な不確実性の1つは、名目ベースの中立金利の水準である。FRBは2.5%と主張しているが、市場は4.0%かそれ以上だと考えている。もし中立金利が2.5%であれば、現在の金融政策スタンスは非常に制約的である。他方、もし中立金利が4.0%であれば、現在の金融引き締めはそれほど積極的ではないということになる。当社では、名目ベースの中立金利はFRBのドットチャートが示唆する水準よりも高く、3.0~4.0%の範囲ではないかと考えている。これは、世界金融危機前の金利水準をわずかに下回る水準である。数十年後に私たちが2010~2020年を振り返ったとき、これほど長期間にわたって低金利が続いたことに驚いているかもしれない（図14を参照）。

図14：米国30年債利回りの平均値



主なポイント

- 先進国では、利上げを停止する条件は概ね満たされているが、利下げの条件は整っていない。
- 中国人民銀行は引き続き金融緩和政策により景気を刺激し、他の新興国の中央銀行は利下げを行うだろう。
- 各国の中立金利の水準は明らかではなく、大きな不確実性となっている。

Keyrisks/主なリスク

発生可能性は相応に高いが、対処可能

2024年の経済を見通すと多くのリスクが認識されるが、最終的にはこれらは対処可能であると考えられる。

1. 地政学的な緊張

地政学的なイベントは予測が難しく、また、金融市場での反応は長続きしない傾向がある。ただし、一部のイベントは他よりも長期的な影響を与える可能性がある。中東における最近の情勢は地政学的なイベントを予測することの難しさを改めて浮き彫りにしており、人道危機が深刻化するにつれて、当社は事態がさらにエスカレートする可能性を注視している。もし事態が激化した場合、金融市場への影響の太宗はエネルギー価格の上昇を通じてもたらされると予想している。ロシア・ウクライナ戦争による金融市場への影響は限定的だったが、2022年にはエネルギー価格の高騰がインフレの急激な上昇につながり、経済への影響はより広範囲に及んだ。それゆえ、当社は地政学的な緊張の高まりがアセット・アロケーターにとって重大なリスクを引き起こす可能性があることを認識している。ウクライナ情勢の深刻化、台湾に向けた中国の軍事活動の活発化、あるいは米中関係の緊迫化は考えられるテールリスク・シナリオである。



2. 選挙

全世界の GDP の 57%以上を占める国⁹が 2024 年に選挙を実施する予定で、最も注目すべきは米国である。本稿執筆時点では、民主党と共和党の候補者として有力なのは、それぞれジョー・バイデン氏とドナルド・トランプ氏である。結果予想が現時点で五分五分であることと、トランプ氏の直近の訴訟問題等を考慮すると、2024 年も社会的な不安と政治的不確実性は依然として大きなものとなる可能性が高い。

その他の地域では、EU は 2016 年のブレクジット以来初の欧州議会選挙を実施する予定である。また、インド、ロシア、台湾、ウクライナ、メキシコも 2024 年に選挙を実施する。

3. 金融危機

米国の地方銀行（シリコンバレー銀行、シグネチャー銀行、シルバークラウド銀行、ファーストリパブリック銀行等）の流動性悪化や経営破綻は、高金利環境下では金融危機のリスクが高まることを私たちに思い出させた。2024 年には脆弱な企業は苦戦することが予想される。しかしながら、これが 2007～2008 年のような金融危機シナリオを引き起こす構造的な問題やリスクであるとは当社は考えていない。当時と比較すると金融システムは遥かに耐久力があり、また金融システム内のレバレッジは低い。また、民間部門のバランスシートは全体的に良好な状態にあり、さらには、政策担当者は事態が手に負えなくなった場合に最終的な支援を行う明確な姿勢を示している。

選挙の影響

過去 40 年間の平均では、S&P500 の米国選挙後 3 か月間のリターンは 15.8%だった。民主党大統領の選出後のリターン平均は 24.5%であり、共和党大統領の選出後は 8.6%となっている¹⁰。なお、以前に共和党のトランプ氏が大統領に就任した際には株価が上昇した。

主なポイント

- 2024 年はとても重要な選挙の年であるため、政治的リスクが山積している。
- 緊張する米中関係、ロシア・ウクライナ戦争、中東情勢の緊迫により、地政学的リスクは 2024 年に注意すべきリスクの一つである。
- 高金利によって金融危機が発生する可能性も完全には排除できない。

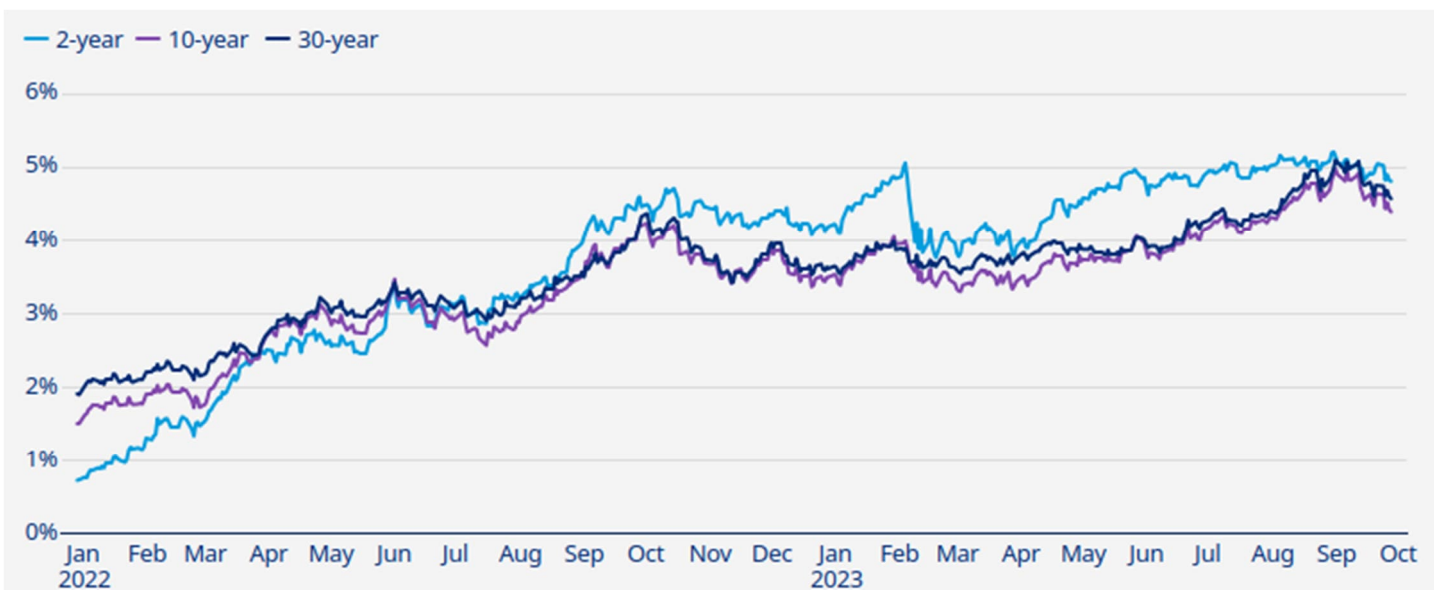
Markets/市場

2023 年の市場概要

中国を除き、世界の国債利回りは 2023 年に大幅に上昇した。FRB の利上げに伴い、イールドカーブ全体（特に短期ゾーン）にわたって名目利回りが上昇し、リスクプレミアムも明らかに上昇した。2023 年には、米国の 2 年債利回りは 0.4% から 4.8%、10 年債利回りは 0.6% から 4.4% にそれぞれ上昇し、いずれも過去の金利上昇サイクルの最高値に近づいた¹⁾。短期ゾーンの利回りが依然として長期ゾーンよりも高く、イールドカーブは逆イールド化しているが、2023 年 7-9 月期には長期債が売られたことで逆イールド形状が一部解消された。ブレイクオープン・インフレ率はほぼ変化しなかったため、実質金利も大幅に上昇した（図 15 および 16 を参照）。

株式市場は引き続き堅調だが、ボラティリティが見られないわけではない。2023 年前半、いわゆる「マグニフィセント・セブン」のテクノロジー関連株が市場を押し上げ、先進国株は上昇した。2023 年後半には、中央銀行のタカ派的な発言が投資家心理を悪化させたため、株式市場は苦戦した（図 17 および 18 を参照）。

図 15 : 米国債利回り



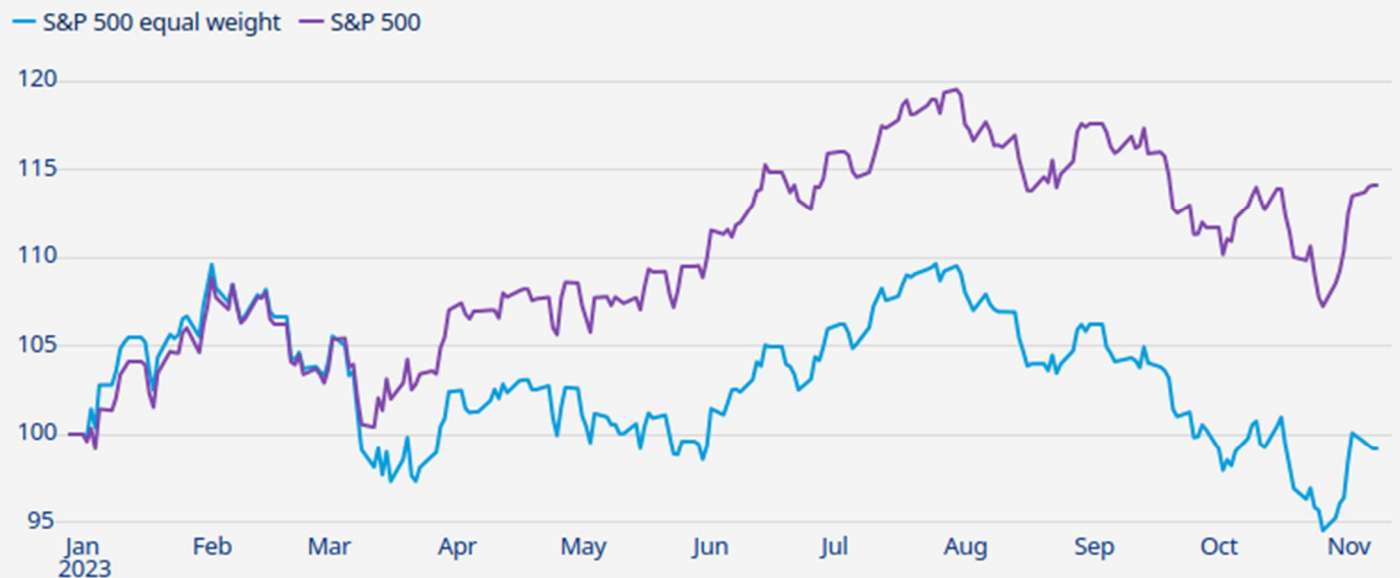
Source: Bloomberg. Data as of November 8, 2023.

図 16 : 米国 30 年債のリターン



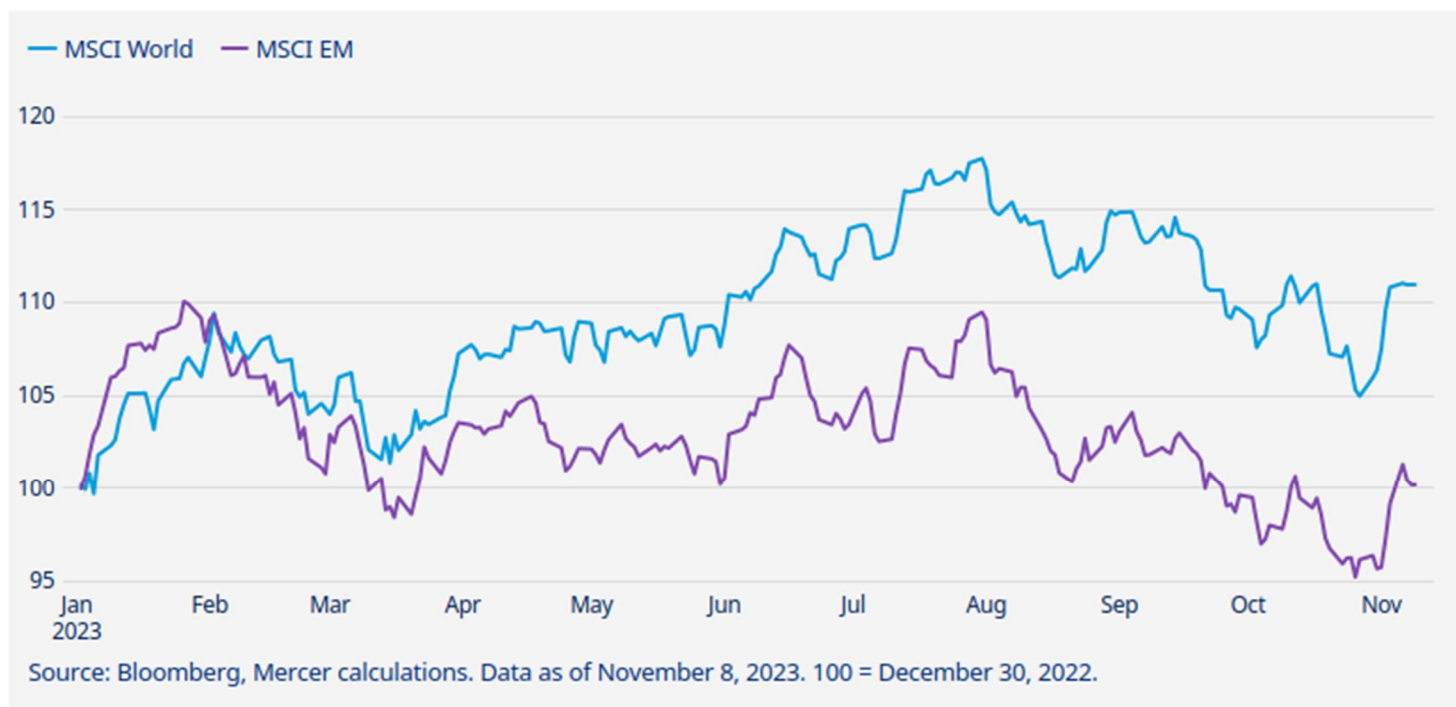
Source: Bloomberg. Data as of November 8, 2023. US 30-year bond returns proxied using Bloomberg U.S. Treasury Bellwethers: 30-Year Index.

図 17 : S&P500 指数と構成銘柄比率をイコールウェイトにした同指数の比較



Source: Bloomberg, Mercer calculations. Data as of November 8, 2023. 100 = December 30, 2022.

図 18 : MSCI World 指数と MSCI Emerging Market 指数の比較



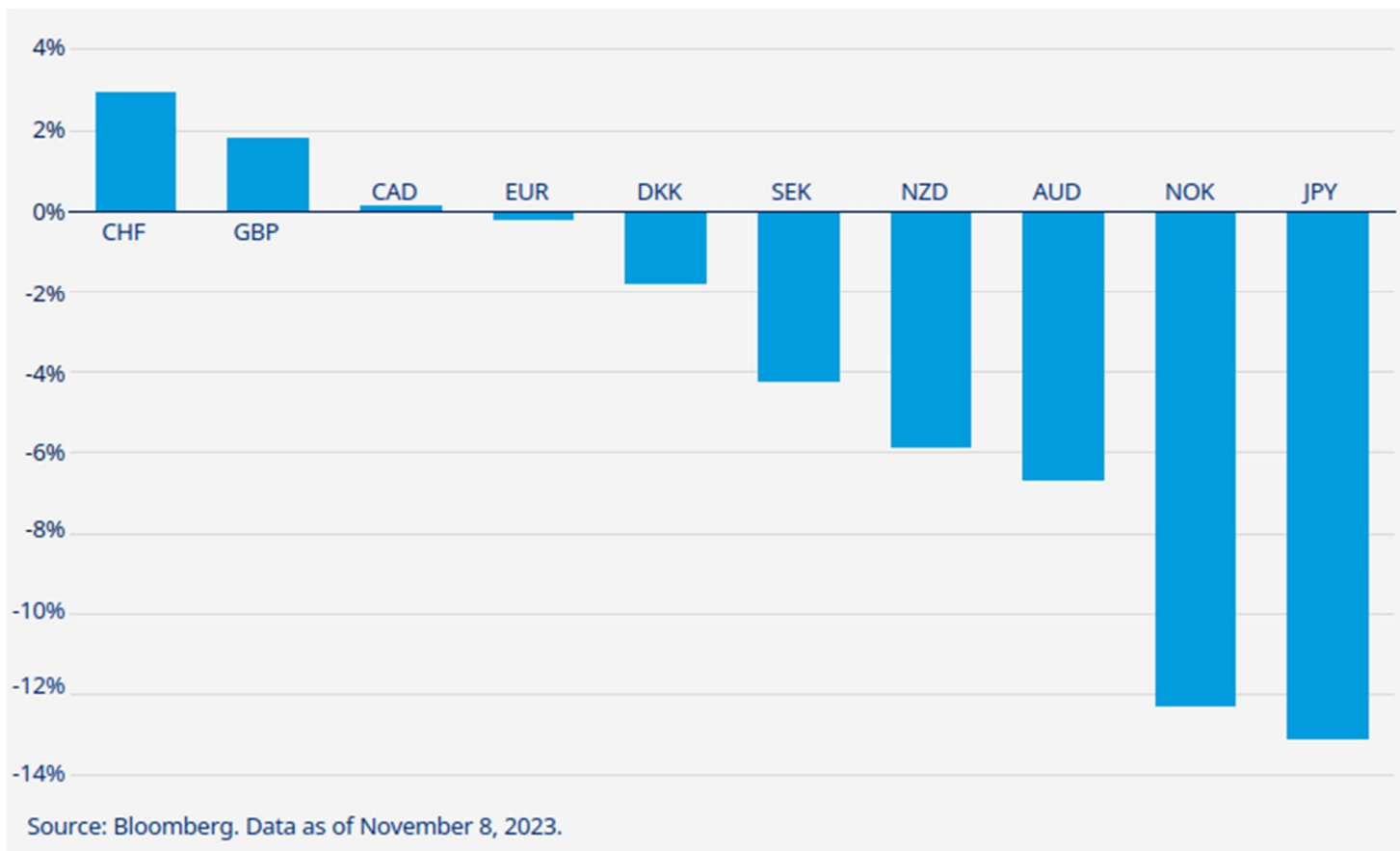
COVID-19 後の中国経済の回復が期待外れとなり、新興国の資産価格の重しとなったため、新興国株はアンダーパフォームした。中国を除く新興国では、インド株やブラジル株が高いリターンを記録したことなどがプラスに働いたが、中国株による押し下げがこれらのプラスを相殺し、また、米ドル高も新興国株のリターンの重しとなった。日本では、企業がガバナンス改善と株主還元を求められ、また、インフレ圧力を価格転嫁によって乗り越えて収益性が改善しており、日本株は特に現地通貨ベースでは年間を通じて高いリターンとなった。

社債のスプレッドは若干縮小しており、長期平均よりもわずかに低い水準にとどまっている。2023 年のグロース債券のリターンは総じて良好だった。スプレッドが縮小し、オール・インの利回り水準が 9% 程度で維持されたため、グローバル・ハイイールドのリターンはプラスとなった。デフォルト率上昇の影響は 2023 年には抑制されており、パフォーマンスに大きな影響を与えることはなかった。

新興国債券のリターンはハードカレンシー建てと現地通貨建ての両方でプラスとなり、相対的には現地通貨建てがアウトパフォームした。フロンティア市場債券も好調なパフォーマンスを示し、2023 年に最もパフォーマンスの良い債券資産クラスの 1 つとなった。

米ドルは 2023 年に上昇した。日本円やユーロなどに対する米ドルの金利面での優位性は、安全資産としての米ドルへの需要と相まって、2023 年後半（特に 7-9 月期に市場がリスクオフ環境になったとき）の米ドルの上昇に貢献した。日本円は 2023 年を通して円安が進行したが、日本の当局に為替介入を強いるには至らなかった。

図 19：対米ドルの通貨リターン



2024 年の市場見通し

株式

2024 年を見据え、当社では 2023 年後半に株式を適度にオーバーウェイトしている。今後、マクロ経済が正常化（経済成長率が長期的なトレンド水準に戻り、賃金上昇率とインフレ率が低下）することにより、株式にとってポジティブな環境が到来すると考えている。しかしながら、一部の地域やセクターは過大評価され、買われすぎている可能性があるため、特に米国株への配分は抑制している。他方、より良好なバリュエーションとファンダメンタル面での投資理由を兼ね備えていると思われる新興国株、日本株、およびグローバル REIT を選好している。

また、米ドルは現在の高値から下落すると考えており、これは米国以外の株式にとって追い風となるだろう。経済が新しい景気サイクルに入る場合、サイクル初期の景気拡大と魅力的なバリュエーションにより、小型株に好機が訪れる可能性がある。ただし、AI やその他の新興テクノロジーは、米国の企業に大きな利益をもたらす可能性があることに注意したい（図 20～22 を参照）。

図 20 : MSCI World 指数と MSCI Emerging Market 指数の株式リスクプレミアム比較

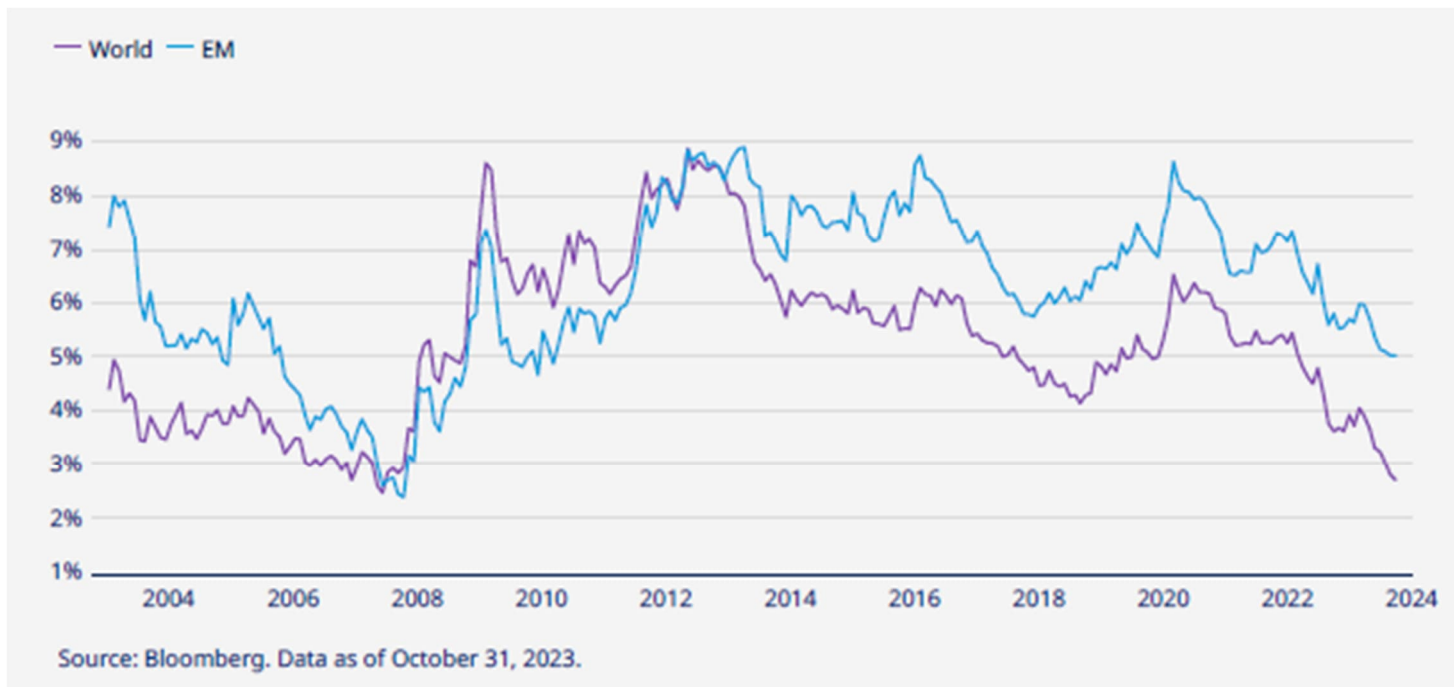


図 21 : MSCI World 指数の EPS 成長率

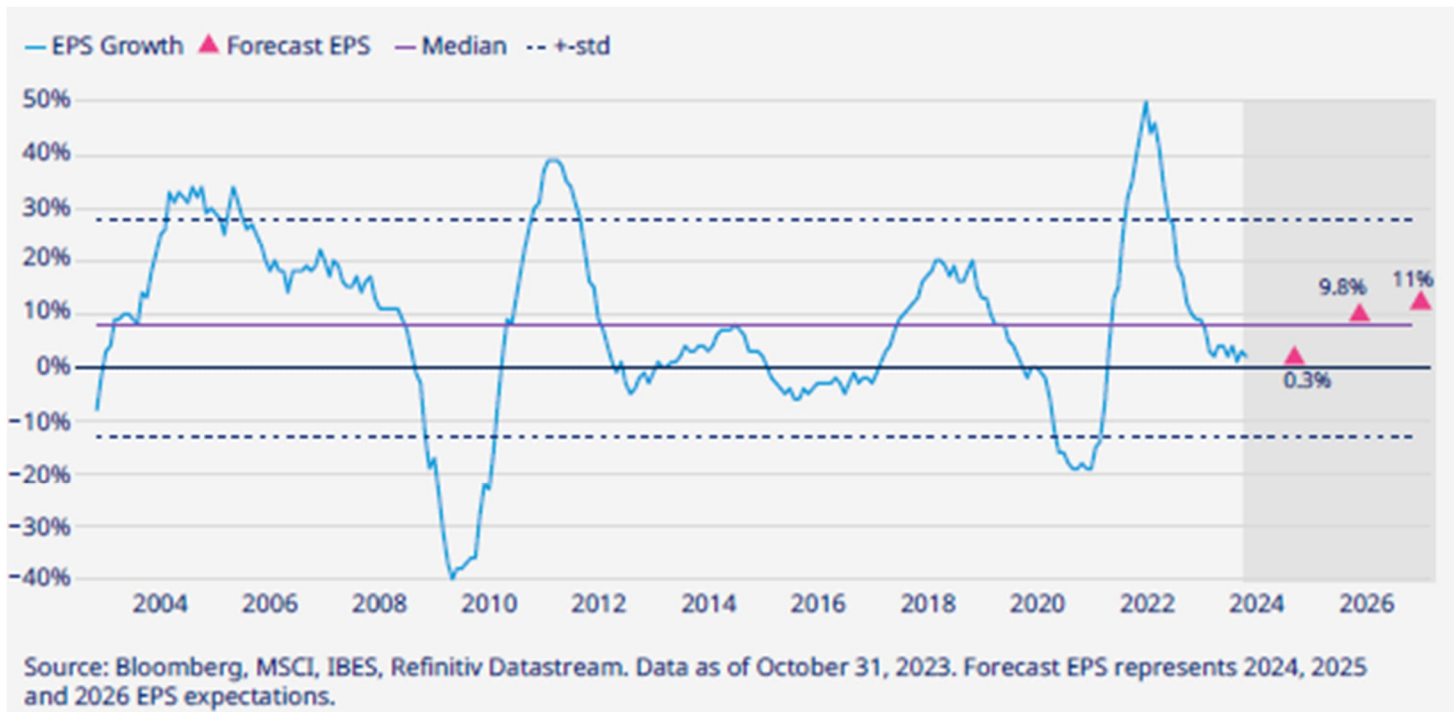
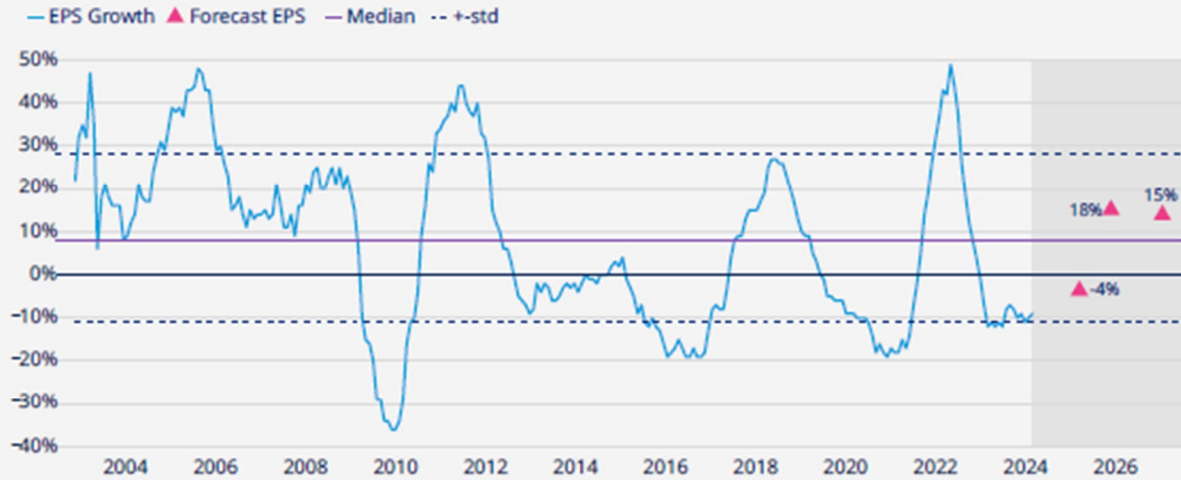


図 22 : MSCI Emerging Market 指数の EPS 成長率



Source: Bloomberg, MSCI, IBES, Refinitiv Datastream. Data as of October 31, 2023. Forecast EPS represents 2024, 2025 and 2026 EPS expectations.

グロース債券

2024 年に向けて、当社は新興国債券、ならびにグロース債券の様々なサブ・セグメント（フロンティア市場債券など）をオーバーウェイトしている。フロンティア市場債券は高い利回りが得られる一方、当該資産クラスの債務やデフォルトに対する懸念は全体として誇張されていると当社は考えている。他の資産クラスとの相関性が低く、期待リターンが高いため、フロンティア市場債券は魅力的なリスク・リターン特性を有し、優れた分散投資手段となる。グローバル・ハイイールド債の спреッドは平均的な水準にあり、デフォルト・リスクの増加を埋め合わせるだけの十分な期待リターンを提供していない可能性がある（図 23 を参照）。

大規模なデフォルト・サイクルが始まろうとしているとは当社は考えていないが、金利上昇とそれに伴う景気鈍化の影響により、世界経済の脆弱な部分は淘汰されるだろう。企業の財務健全性の緩やかな低下は、spreッドの拡大につながる可能性があるが、2020 年や世界金融危機時に目撃されたようなものと比較すると遥かに穏やかなものにとどまるだろう。

一方で、アジアのハイイールド債はより良い投資機会を提供する可能性がある。中国の不動産セクターの低迷に一部影響を受けたスプレッドの大幅な拡大が既に生じており、魅力的なスプレッド水準と利回りをもたらしている（図 24 を参照）。不動産セクター以外のバリュエーションとファンダメンタルズは概して良好であるように見え、また不動産セクターは現在アジアのハイイールド債指数のごく一部にとどまる。

図 23 : フロンティア市場の債券利回り

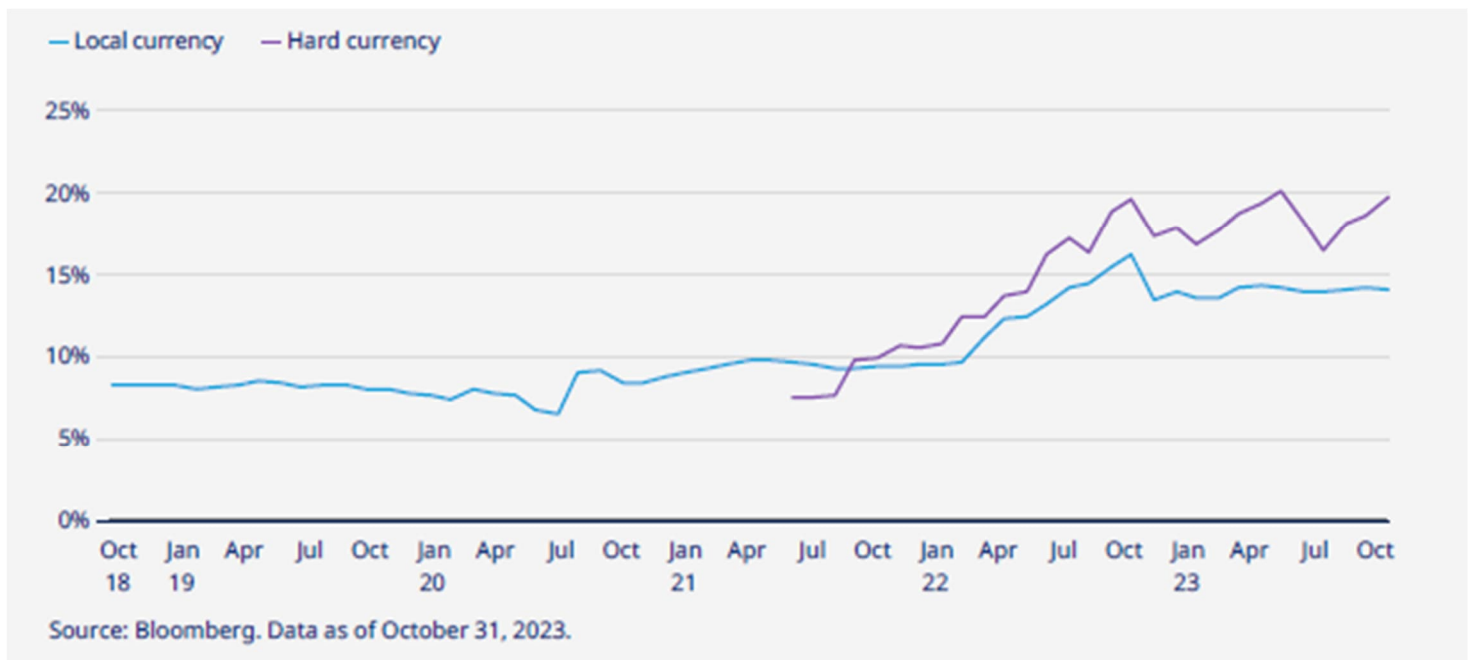
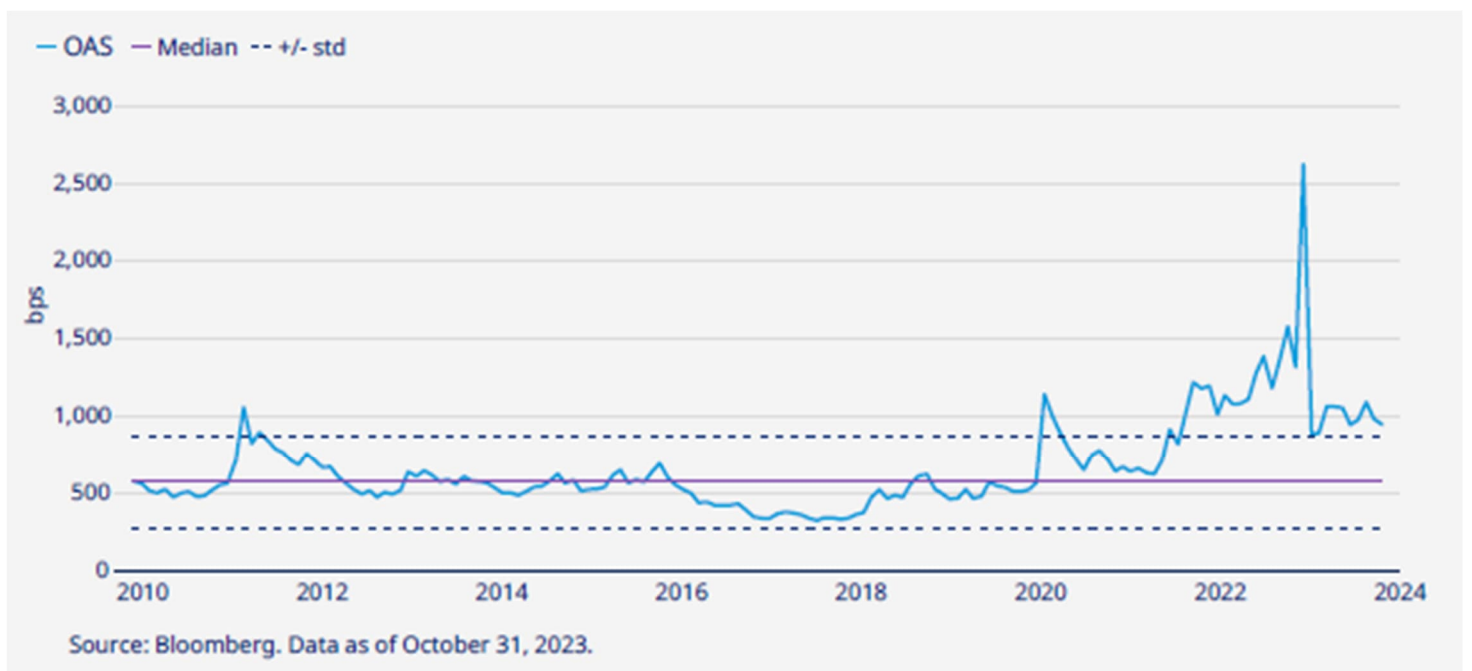


図 24 : アジア・ハイイールド債のオプション調整後スプレッド (OAS)



ディフェンシブ債券

景気サイクルの最終局面に近づくにつれ、ポートフォリオのデュレーションを長期化することがより魅力的になると考えており、当社では国債を小幅にオーバーウェイトしている。たとえ利回り水準が景気サイクルにおける最高値から低下しているとしても、名目利回りは魅力的である。すなわち、中央銀行が利下げを開始するまでにはまだ時間がかかるという当社の見方を踏まえても、国債は現在魅力的なバリュエーションを提供していると当社は考えている（図 25 と 26 を参照）。

厳密には上記の見解は地域によって差異があり、経済が低迷している英国の国債を愛好する一方、利回りの上昇が予想される日本国債を大幅にアンダーウェイトにしている。英国のブレイクイーブン・インフレ率は魅力的ではないが、他地域では中立的な見方をしている。

ハイイールド債に関する見方と同様に、現在のスプレッドと利回りの水準を考慮すると、投資適格のクレジットには大きなチャンスはないと考えている。景気鈍化と融資基準の厳格化は、企業のバランスシート縮小に繋がる可能性が高いが、投資適格債のスプレッド拡大は、景気減速によるベース金利の低下によって相殺される可能性がある。

図 25 : 米国債のイールドカーブ

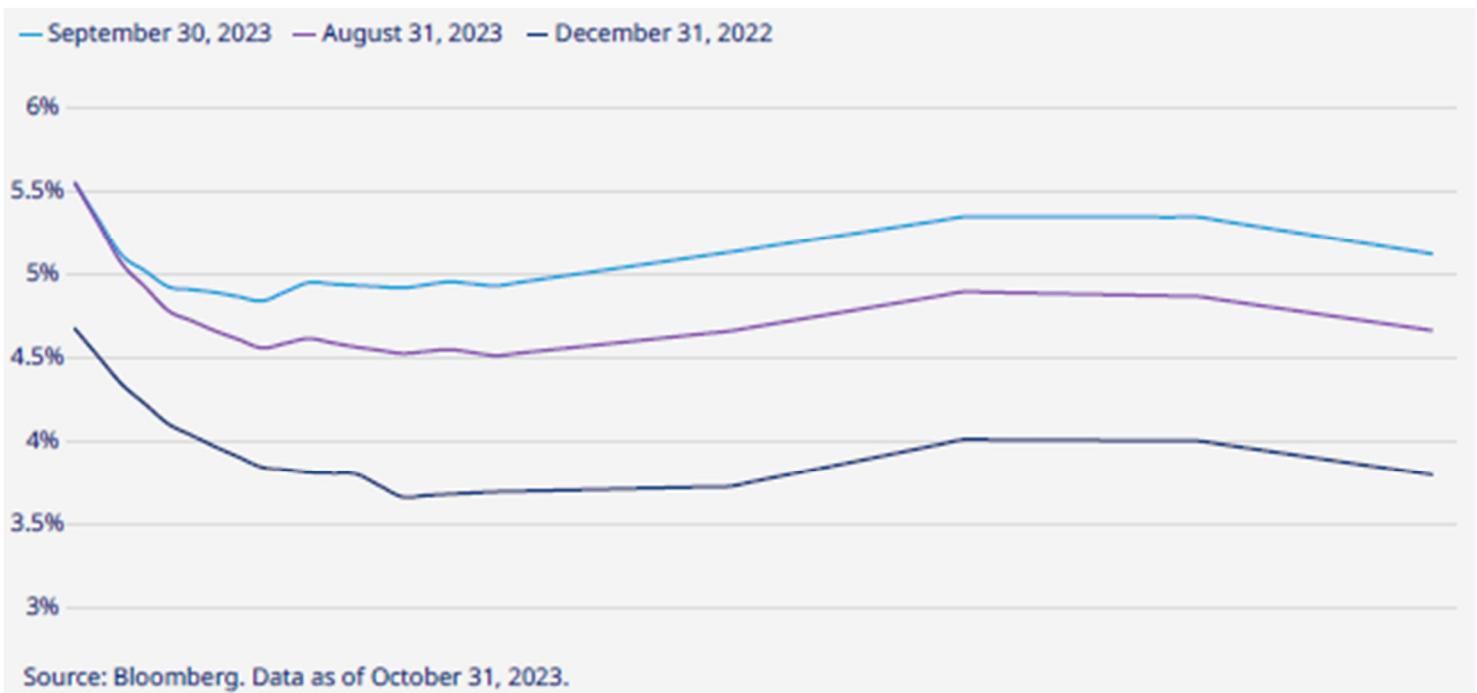
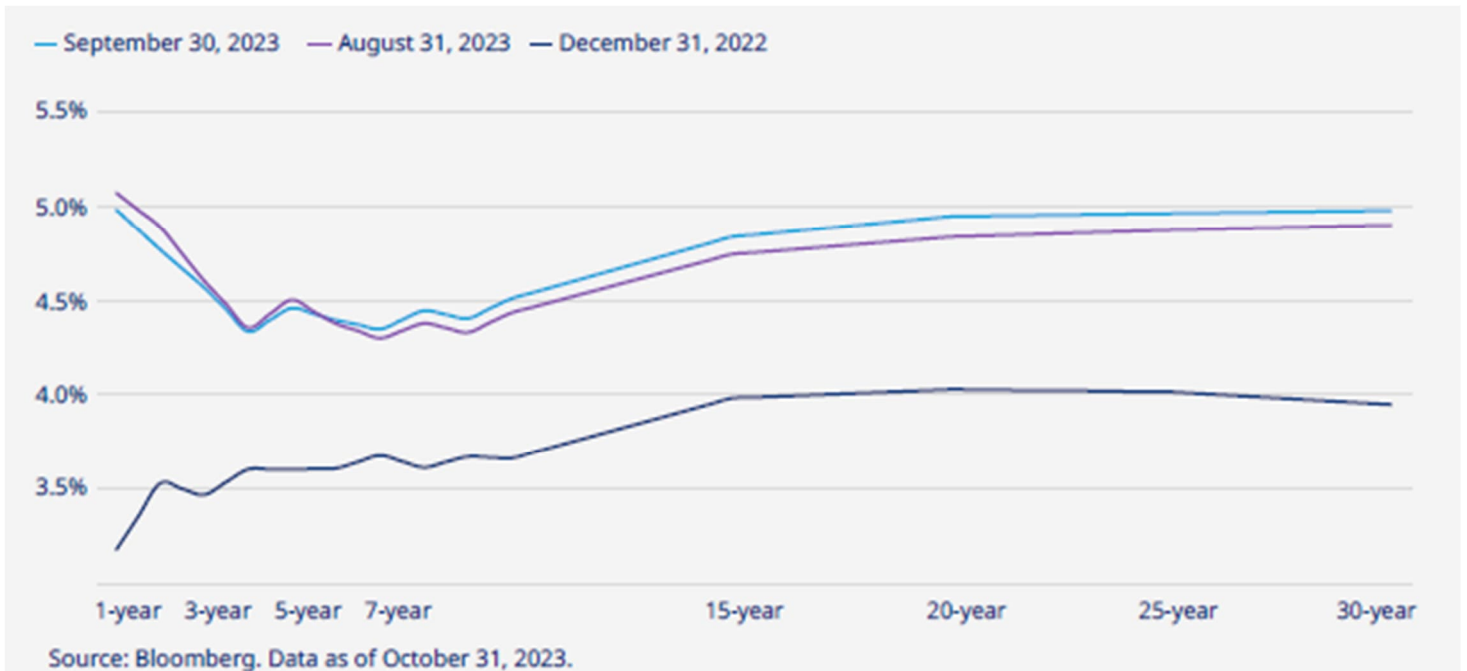


図 26 : 英国債のイールドカーブ



通貨

米ドルに対する当社のセンチメントは依然として弱気であり、時間の経過とともに下落すると予想している。米ドルの割高なバリュエーションと米国の大きな双子の赤字を理由として、当社は米ドル以外の通貨を 선호している。米国の短期的な景気鈍化も米ドルの逆風となるだろう。日本円については、魅力的なバリュエーションと日本銀行の今後の政策を勘案し、当社は日本円に対してポジティブな見方をしており、魅力的な投資機会を提供する可能性があると考えている。

さらに、当社は実質金利が総じて高い新興国通貨を引き続き選好している。新興国の利下げサイクルは、その国の通貨の上昇を伴うこともあり、これは先進国とは逆である。当社は多くの要因が米ドル安につながる可能性があると考えているものの、米国の金利は依然として他国よりも高く、また、今後数年およびそれ以降、米国が AI やその他の技術開発による利益を主として享受する可能性があることに注意したい（図 27 および 28 を参照）。



図 27：円の対米ドルレートと購買力平価

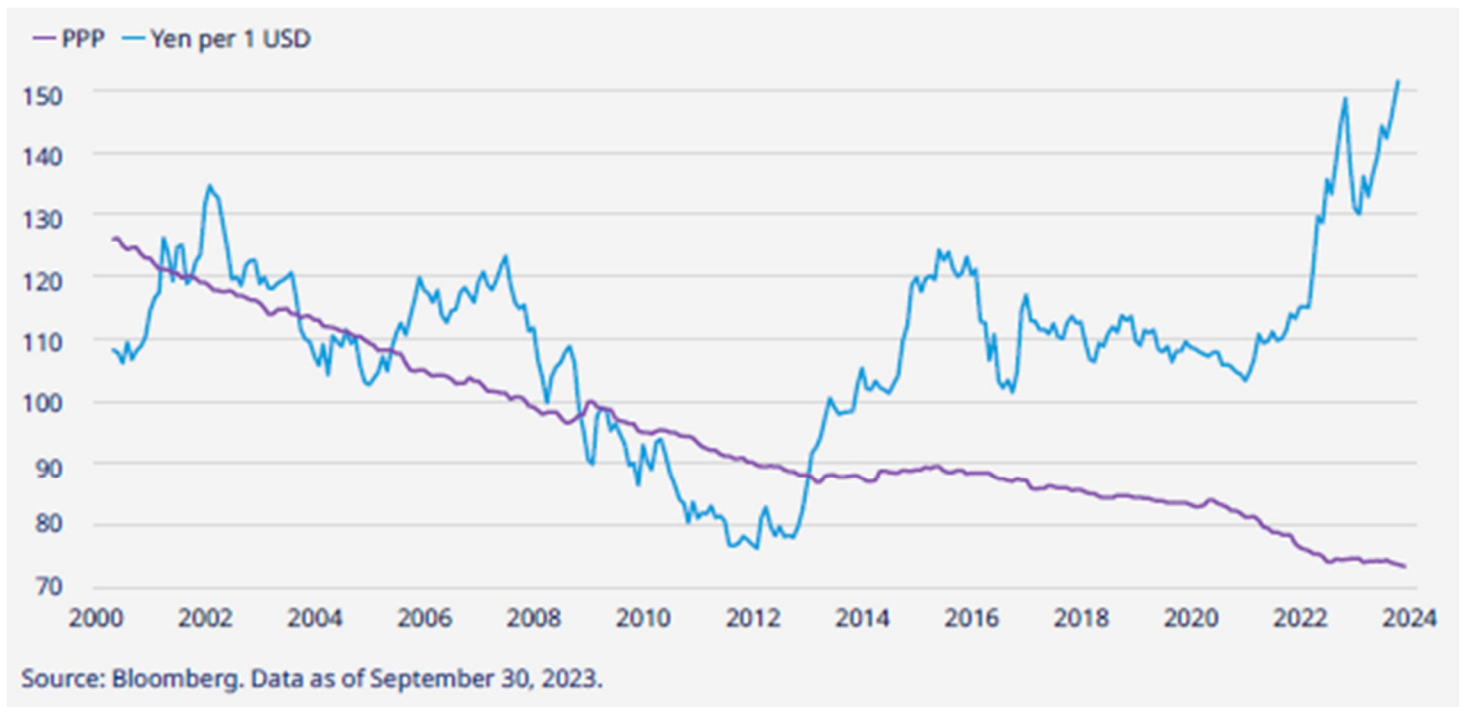
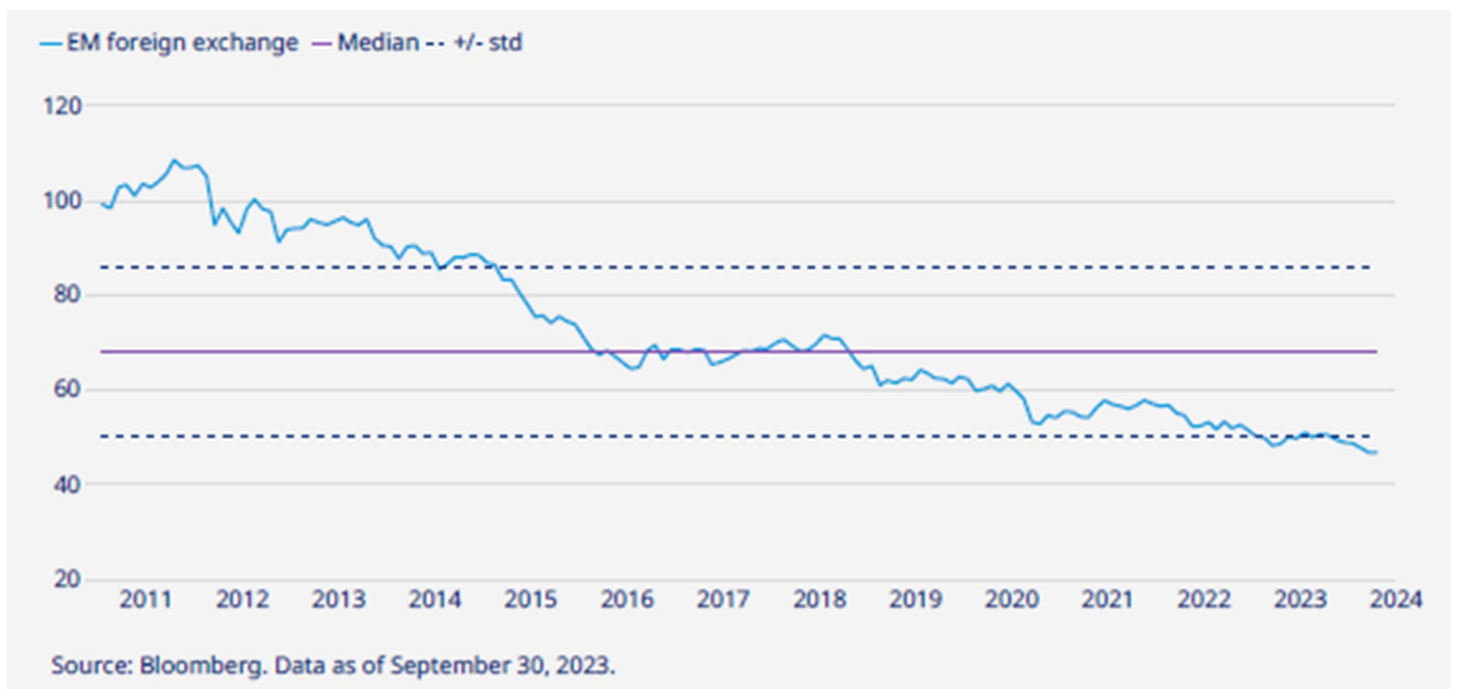


図 28：新興国通貨のリターン



注釈

¹ As of November 13, 2023.

² Bureau of Economic Analysis, Mercer calculations; data as of Q3 2023.

³ Dutch natural gas futures and Brent crude futures as of August 28, 2022.

⁴ Chow AR. "How ChatGPT Managed to Grow Faster Than TikTok or Instagram," *Time*, 2023, available at <https://time.com/6253615/chatgpt-fastest-growing>.

⁵ Bloomberg, as of October 9, 2023. Global CPI is calculated as the latest year-on-year CPI print for each country weighted by their weight in global GDP on a PPP basis. This measure covers 98% of the global economy.

⁶ Bloomberg.

⁷ Bloomberg. Core inflation was +0.8% year on year. Data as of September 30, 2023.

⁸ Interest rates are deemed to be contractionary when they are above the neutral policy, or r^* , rate. The neutral interest rate is a largely hypothetical number as it is not evidently observed; however, economic theory defines it as trend growth minus current inflation.

⁹ "World Bank. GDP (current USD), as of December 2022.

¹⁰ Bloomberg. Data as of September 30, 2023.

¹¹ As of November 13, 2023.

Contact us

If you would like to understand more about how Mercer works, contact us today.

Email us at mercerinvestmentsolutions@mercer.com, or visit our website at www.mercer.com/investment-solutions.

To read the report online, visit <https://www.mercer.com/insights/investments/market-outlook-and-trends/economic-and-market-outlook/>.

If you would like to discuss how we may be able to support your organization, please feel free to contact your Mercer representative.

RupertWatson

+442071783767

rupert.watson@mercer.com

FahadBadar

+447385976814

fahad.badar@mercer.com

MaxBecker

+442071783361

max.becker@mercer.com

JuliusBendikas

+442071785011

julius.bendikas@mercer.com

NicholasRussell

+14164280487

nicholas.russell@mercer.com

CameronSystemans

+81367756682

cameron.systemans@mercer.com

AdrianWong

+85234763955

adrian.wong@mercer.com

LintaoYe

+818080503546

lintao.ye@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、一般社団法人第二種金融商品取引

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。