

# 上り坂の後 の下り坂

2025年の経済と市場の  
見通し

welcome to brighter

# 上り坂の後の下り道



## 要旨

Rupert Watson

*Global Head of Economics and Dynamic Asset Allocation,  
Mercer*

**フランスのアルプ・デュエズは、自転車レースで最も過酷な上り坂として有名です。しかし、頂上に到達するのは挑戦者の半分に過ぎません。反対側でサイクリストを待ち受けているのは、曲がりくねった技術的に困難な下山ルートです。同様に、2022年と2023年に積極的な利上げを行った後、中央銀行はピーク金利からの下降局面において課題に直面することとなります。**

成長とインフレのリスクが微妙なバランスで均衡する現在、連邦準備制度理事会（FRB）やその他の中央銀行は金利を引き下げ、金融政策を現在の制限的な水準からより中立的な水準に戻そうとしています。中央銀行は、経済が途中でパンクしないことを祈りつつ、あらゆる間隔で利下げを続ける可能性が高いと見込まれています。

金利引き下げにもかかわらず、先進国では、金融引き締め政策の影響が遅れて出てくるため、短期的には成長が鈍化すると予想されます。しかし、企業および家計部門のバランスシートが健全であるため、景気後退のリスクは低いでしょう。

日本経済は、内需と所得の伸びを原動力として、適度なペースで成長していくべきです。その一方、ユーロ圏には目先の経済成長につながる要因は限られています。さらに先を見据え2025年を見通すと、金融緩和が成長を後押しすると予測されます。しかし、トランプ氏が選出されたことで、米国では現在この基本シナリオに、上振れと下振れの双方のリスクがあります。

中国人民政府や金融当局が最近発表した景気刺激策は、成長の下限を維持するという彼らの意図を強調しているものの、中国の成長見通しは不透明です。とはいえ、中国の不動産セクターの低迷と消費者の信頼感の低下が続いているため、不動産価格を安定させ、消費者に財布の紐を緩めるよう直接的に働きかけるさらなる措置が必要となる可能性があります。

新興市場（EM）の他の地域では、金融緩和政策と景気刺激策の恩恵を受け、堅調な成長が続くと予想されます。中国に60%の関税が課されるリスクは、中国の成長にはマイナスですが、中国を除くEM諸国にとっては貿易が方向転換されるためプラスに働くでしょう。

インフレ率は低下しており、2025年には目標水準に達するまであと一步のところまで来ていると確信しています。米国を含む先進国市場経済の労働市場は、労働需要の減少と労働供給の増加により、緩和傾向にあります。賃金の伸びは依然としてやや高い水準にありますが、今後は正常化しインフレ率の低下に寄与すると予想されます。しかしながら、トランプ大統領の選挙後、米国では関税の影響がインフレの上振れリスクとなっています。

デフレに苦しんできた日本では、賃金上昇がインフレを牽引し、2%に近づく可能性が高く、賃金上昇率は今年大幅に上昇し、30年以上ぶりの高い賃上げ率が交渉で合意されました。インフレ率は賃金の上昇に牽引されて2%近くで推移する可能性があり、日銀の2%の目標と比較すると、緩やかなインフレリスクが生じると私たちは考えています。

中国は1990年代後半の日本のようなデフレ圧力に直面しています。コア・インフレ率は低下傾向にあり、インフレ期待が0%を下回る水準で推移する場合にはデフレと実体経済の縮小が連鎖的に実現化する可能性があります。最近の金融・財政政策の緩和によって、デフレから脱却できるかはまだ確実ではありません。



## 金融政策の背景

先進国の中銀は、インフレ率の低下を受けて金利を引き下げています。中立金利への回帰が始まり、債券市場が利下げサイクルを織り込み始めました。2025年末までに、先進国の中銀（日本を除く）は、金利を中立水準まで引き下げる見通しであり、不確実性は高いものの、米国では3.5%、英国では3%、ユーロ圏では2%付近になるかもしれません。これらの水準に達した後、金融政策にはタイムラグがあることを念頭に置きながら、その影響を評価するために、利下げを一旦停止するか、もしくは利下げのペースを緩めることが予想されます。

中国では、低成長とデフレリスクに対処するために、需要面での大幅な刺激策を必要としています。最近の動きは、その方向への一步を示唆していますが、成長が大幅に増加するかどうかは依然として不透明です。

その他の新興国では多くの中央銀行が利下げを継続することが予想されます。一部の新興国では固有の国内要因を背景に利上げが行われる可能性がありますが、このような動きが新興国全体の潮流となることはないでしょう。

日銀は、インフレ率が目標値を上回る状態が続くと予測されており、2025年までに中立金利の見積もり下限値（1%前後）に達するまで、段階的に金利を引き上げる方針です。なお、インフレ、賃金上昇、経済成長が堅調に推移すれば、利上げペースが加速する可能性があります。

## 株式

2025年は、株式にとってプラスとマイナスの要因が混在する状況が予想され、比較的良好な経済環境とAI関連銘柄の成長余力がプラス材料として考えられます。これらのプラス材料は株価の割高感によって一部相殺されますが、キャッシュと比較すると株式は依然として高い期待リターンを提供する可能性があり、ポートフォリオにおいて株式のオーバーウェイトのポジションを正当化できるかもしれません。当社は株式アセットクラスの中では、日本株やREITに魅力的な投資機会が存在すると考えています。

## 債券

クレジット市場についてはバリュエーションとマクロ経済環境の観点からアジアのハイイールド債を当社は選好しています。また、フロンティア市場債も堅調なファンダメンタルズ、高い利回り、投資対象の分散という観点から魅力的であると考えています。グローバル・ハイイールド債についてはリターンの悪化が想定されるわけではありませんが、クレジット・スプレッドが大幅に縮小していること、さらにはポートフォリオにおけるアジア・ハイイールド債とフロンティア市場債のリスクを部分的に相殺することを意図し、当社はグローバル・ハイイールド債をアンダーウェイトにしています。

米国を中心とする国債では、中央銀行による積極的な利下げに対する市場の期待が後退しており、当社は中央銀行が緩やかなペースで利下げを行っていくと引き続き予想しています。なお、デュレーションをアンダーウェイトとしているのは、利回りが大幅に上昇した場合にポートフォリオの他のポジションに悪影響が及ぶリスクを軽減できるためです。一方で、トランプ次期大統領の政策の一部は利回りに上昇圧力をかける可能性があります。

## 為替

米国をはじめとする国々が金利を引き下げている一方で、日本は市場の予想を上回るペースで金利を引き上げているため、先進国市場通貨に対する日本円のオーバーウェイトポジションを維持しています。なお、日本円は依然として非常に割安な水準にありますが、次期トランプ政権の関税政策への警戒感によって米ドルが強含む可能性があります。このため、当社は日本円のオーバーウェイトを米ドル以外の先進国通貨をアンダーウェイトにすることで構築しています。

## 経済成長

多くの先進国では過去に実施された金融引締め政策が時間差を置いて実体経済に影響を与え、短期的には経済成長が鈍化する可能性があります。しかし、当社は景気後退のリスクが高いと考えているわけではなく、米国の景気は依然として底堅いものの、先進国経済が2024年末から2025年にかけて長期的なトレンドを下回るペースで成長を続けることを予想しています。健全な家計と企業のバランスシート、および利下げへの転換は、過去に行われた利上げの影響を部分的に相殺するはずです。一方、現在の金利緩和は2025年下半期の好調な成長の基盤を築くことになるでしょう。

米国大統領選の結果を受け、2025年の成長見通しはやや複雑になりましたが、実際には、ベースシナリオに対するリスクとして、当社の見解に影響を与える可能性があります。規制の緩和と財政政策の緩みから、成長に対する上振れリスクが生じます。一方、経済成長の下振れリスクは関税政策から生じる可能性が高く、関税の引き上げは経済成長を阻害し、ビジネスを混乱させます<sup>2</sup>。

日本経済はおそらく好調に推移するでしょう。日本は過去30年間とは根本的に異なる経済環境に入っており、従前は0.5%程度であった名目GDP成長率は今後、平均して3%程度で推移すると予想されます。実質賃金の上昇率がプラスに転じており、所得の増加が消費を押し上げるはずです。

日銀は金融政策を徐々に引き締め始めていますが、2025年の大半は金利が低水準で推移すると見込まれており、これが引き続き経済成長を下支えするでしょう。なお、2024年にいくつかの主要な自動車工場の操業停止が生産と出荷に影響を与え、耐久財の消費と輸出が減少しました。これらの自動車工場の操業が再開されれば、GDP成長率も反発することが予想されます。

ユーロ圏では短期的には経済成長の回復を促す要因はほとんど見当たりません。しかし、貯蓄率は上昇しており、インフレが落ち着き、欧州中央銀行が金利を引き下げることで、消費者は再び支出を始める可能性があります。

2025年に向けて、金融緩和は経済成長を押し上げるでしょう。この影響は、変動金利型住宅ローンの割合が高い米国以外の国々、特にユーロ圏、英国、オーストラリアでは、金融政策の効果がより迅速に現れるはずです。米国では、近年、金利上昇により住宅部門が苦戦を強いられており、供給と需要の両方が抑制されていますが、金利が引き下がれば、この分野の活動を活発化させるはずです。これは、金利が低下することでディベロッパーの資金調達コストが低下し、住宅の供給を増加させるためです。また、金利の低下は新たな買い手を市場に呼び込み、需要を増加させます。

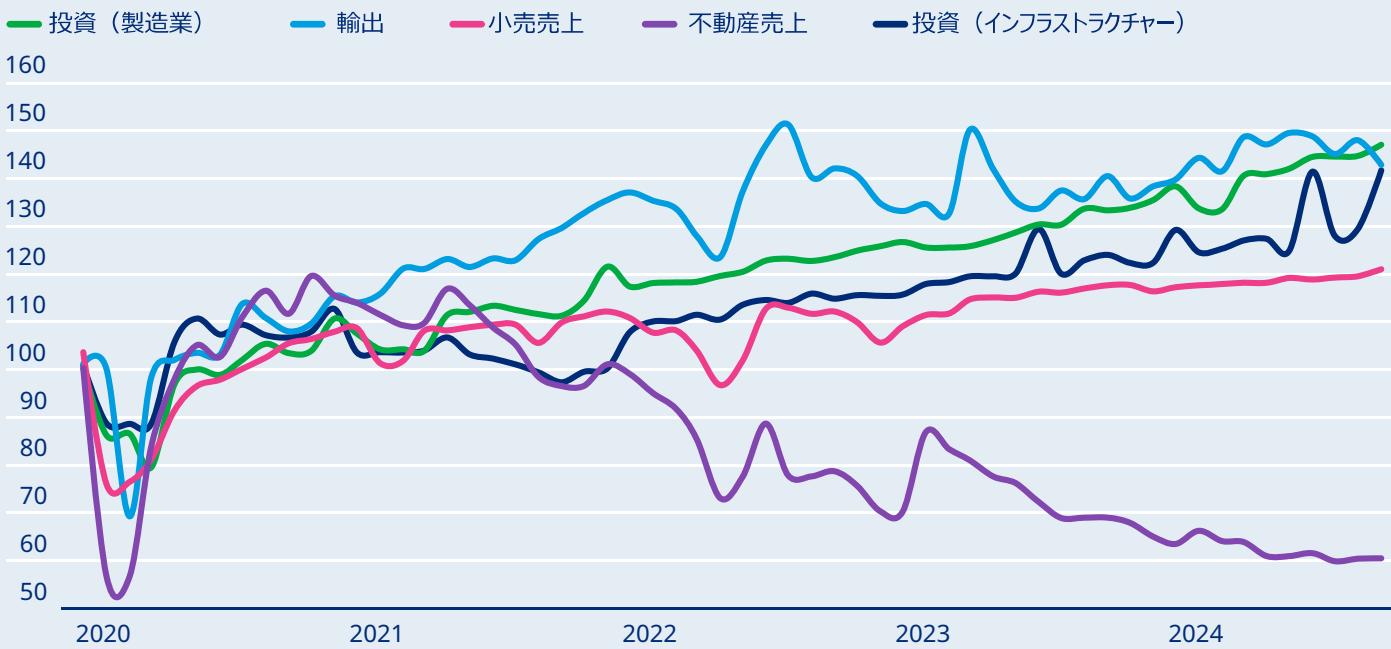
図1. 米国の家計と企業のバランスシートは依然として健全

消費者債務（除く住宅、前年同期比）



出所：Bloomberg, Federal Reserve of New York, Mercer (2024年6月30日現在)  
消費者債務（除く住宅）は自動車ローン、クレジットカード・ローン、学生ローン等を含む。

図2. 中国では輸出が脆弱な不動産セクターを相殺



出所：Gavekal, Macrobond, CEIC, Mercer (2024年9月30日現在、2019年12月31日 = 100)

中国の成長見通しは依然として不透明です。一方で、中国は電気自動車やソーラーパネルなどのニューエコノミー技術の世界最大の生産国であり、より高度な製造業、工業生産、輸出に重点を置いています。しかしながら、中国は不動産セクターの継続的な問題や労働市場の弱さによって、消費者の信頼感と支出が低迷を続けています。なお、中国政府は年間の成長率目標を達成することに全力で取り組むことを明言しています。2024年9月までは政策的な支援が十分ではなく、また経済の供給側を強化することに過度に焦点が当てられていました。しかし、その後発表された新たな景気刺激策や政府関係者の発言は、景気の回復および様々な課題の解決に向けて中国当局が真剣に取り組んでいることを示唆しており、今後、中国経済の輸出への依存度が低下するはずです。中国経済が持続可能な回復を遂げるためには、消費者の信頼感を高め、苦境にある不動産セクターを安定させることに景気刺激策の照準を合わせるべきであると当社は考えています。重要な点としては、トランプ次期大統領が示唆する関税政策は中国に対する交渉戦術に過ぎない可能性があります。しかし、もしそれが実施されれば、中国の輸出および実質GDPに対して明確にマイナスの影響を与えることとなります。そのような場合、景気を下支えするために更なる金融緩和や財政拡張を行い、また為替レートにおいて人民元安に誘導することを中国政府に求める声が中国国内で強まるでしょう。

中国経済の見通しについては不確実性が強く、今後の景気刺激策に依拠していますが、その他の新興国経済の見通しについては当社はより前向きな見方をしています。全体的には、これらの新興国では国内および先進国における更なる金融緩和と良好なマクロ経済環境（インフレの安定と消費者信頼感の改善）が経済成長を支える要因となっています。一方で、トランプ次期大統領の関税政策では中国以外の国々についても、程度の差はあるものの、関税引き上げの対象となっており、これによって新興国通貨に対して米ドルが全般的に上昇する場合には多くの新興国にとって逆風となります。

しかし、アジアの新興国、特に製造業のバリューチェーンの上位に位置する台湾や韓国は、半導体や高付加価値の電子機器など他国で生産を代替することが難しい製品の輸出需要は大きな影響を受けず、工業生産は拡大を続けるはずです。インドは堅調な経済成長を遂げており、今後数十年とはいかなくとも、今後数年間は資本を引き寄せる状態が続くでしょう。

中南米諸国の経済は、資源や製造業などの景気敏感度の高いセクターに依存しており、先進国経済の成長鈍化や中国経済の不確実性に対してより脆弱です。また、多くの中南米諸国は2025年に選挙を控えており、これらが不確実性をもたらす可能性があります。しかし

ながら、金属資源の主要な原産国であるブラジルやチリは、銅やリチウムなどの金属が電気自動車や太陽光発電技術において重要な役割を果たすため、エネルギー転換からの追い風を引き続き享受するでしょう。

最後に、一般的な議論として、中国を除く新興国は米国企業が製造拠点を中国から移転することによって幅広い恩恵を受けるはずです。特に、米国が中国製品に対する関税を60%まで引き上げる場合には、その他の新興国の経済成長にはプラスに働くでしょう。

## インフレ

2024年の前半は特に米国においてインフレ指標の上振れが散見されましたが、時間の経過とともにインフレの抑制が改めて確認されました。当社は複数の理由から2025年にインフレ環境が引き続き正常化に向かうと予想しています。

- 一点目の重要な点として、失業率が上昇し、求人が減少することで労働市場の需給が緩んでいることがあります。現在の賃金上昇率は高い水準にとどまっていますが、労働市場の過熱感が解消されることで賃金の上昇ペースが鈍化し、サービス価格のインフレ率が低下すると当社は予想しています。
- 二点目に、米国のインフレ統計において家賃の上昇率が更に低下すると当社は予想しています。これは、民間のデータにおいて賃料の上昇率が低下していることが確認されているためです。
- 三点目に、先進国では2024年の年初、前年の高い総合インフレ率に呼応して一部の品目の価格が大きく上昇しましたが、2024年は総合インフレ率が大幅に低下しているため、2025年は同様の上振れは少ないものと予想されます。

米国のインフレを左右するのは、関税の引き上げと財政赤字の拡大です。これらの関税が実際にどの程度の規模で実施されるのか、それとも単なる交渉手段なのかはまだ分かりません。いずれにせよ、関税の引き上げや財政赤字の拡大は短期的にインフレを引き起こす要因となります。ただし、必ずしも長期的にインフレ圧力が残存するわけではありません。したがって、インフレ期待が安定している限り、米国のインフレ率は中央銀行の目標水準に戻っていくはずです。

日本で見られているインフレ率の上昇は単なる一時的な現象ではないと当社は考えています。日本の現状は、平均インフレ率がほぼ0%だった時代とはかけ離れているように感じられます。2024年8月までの1年間のコアCPIの上昇率は前年比で平均+2.8%<sup>3</sup>でした。さらに重要なのは、インフレは、単発的な要因や外部からのショックではなく、賃金上昇などのより持続的な基礎的な価格上昇圧力によって主に引き起こされているということです。

図3. 米国において労働市場の逼迫は解消



2025年は再び春闇の賃金交渉に注目が集まります。2024年はこれらの賃金交渉は重要な結果をもたらし、春闇賃上げ率は30年ぶりの高水準となりました。インフレ期待が高い水準で安定し、物価が基調的に上昇<sup>4</sup>するには賃金の上昇率が引き続き高水準で推移する必要がありますが<sup>5</sup>、労働組合が公表した2025年の賃上げに関する基本構想はこのような賃金の上昇が2025年も実現される可能性が高いことを示唆しています。当社は、堅調な名目GDP成長率、構造的な労働市場の逼迫、そしてインフレに対する消費者行動の変化により、2025年についても賃金の上昇率が高水準で保たれると予想しています。



図4. 春闌賃上げ率と給料への反映



出所：Bloomberg, Mercer (2024年8月31日現在)

中国は世界の多くの国とは異なる状況に直面しています。デフレの瀕戸際にある中国の課題は、1990年代後半に日本が直面した問題を彷彿させます。コア・インフレ率は数四半期にわたり低下傾向にあり、0%に近づいています。現在、不動産セクターの問題、慢性的に高い貯蓄水準、弱い国内消費、そして多くの地方政府における高い債務比率（対GDP）を考慮すると、慢性的な低インフレもしくはデフレのスパイラルに陥るリスクがあります。しかし、1990年代の日本はこのような問題に対処するための情報を持っていましたが、今の中国は過去の日本の経験を参考にすることができます。中国が日本のデフレ時代から学べることがあるとすれば、それは当局が対応が遅れてはいけないということです。中国当局が迅速に行動するかどうかという点については予測することが困難ですが、これまでに導入された景気刺激策は正しい方向への一歩です。

中国を除く新興国ではインフレ率は過去2年間で大幅に低下しました。概して、金融引き締め策の遅行効果と中国におけるインフレ率の低下により、新興国市場やその他の地域の輸入価格が低下し、2025年にはインフレが正常化すると当社は見ています。



## 中央銀行の金融政策

多くの先進国では、インフレ・リスクが後退する中、中央銀行は金利を中立的な水準<sup>①</sup>に戻すために利下げを行っています。債券市場は積極的な利下げサイクルを織り込んでいましたが、特に米国では過度な利下げ期待が後退しています。当社は、中央銀行が金融緩和をより慎重に進める可能性が高いと考えており、特に2025年は徐々にその傾向が強まる予想しています。当社は、日本を除く先進国の中央銀行が2025年末までに金利を中立的な水準まで引き下げる予想しています。しかし、景気が予想よりも弱い場合、FRB や他の中央銀行が中立を下回る水準まで金利引き下げを行うシナリオも考えられます。

このシナリオは経済成長が鈍化しているユーロ圏、ニュージーランド、イスラエルで生じやすいと当社は考えています。FRBは、関税など実際に実現しない可能性のある政策を先取りすることを避けたいと考えているため、より困難な課題に直面するかもしれません。しかし、インフレ圧力の高まりは、2025年以降の金利上昇へつながる可能性があります。

図5. 債券市場における利下げの織り込み（今後1年間）



出所：Bloomberg, Barclays, Mercer (2024年11月6日)

中国に関しては、デフレと低成長のリスクに直面する中、特に米国による大幅な関税引き上げの脅威が高まつたり、あるいは現実のものとなる場合には、中国政府は更なる景気刺激策を実施する必要があると当社は考えています。しかし、金融緩和政策は限界に近づいている可能性があり、不動産市場が抱える過剰在庫の問題を解消するため、不動産需要を増加させることを目的とした施策が今後の景気刺激策に含まれるかもしれません。これまでに実施された不動産セクターを対象とした景気刺激策は効果や勢いを欠いており、また柔軟性にも乏しいため、不動産セクターに与える影響は限定的でした。不動産セクターの問題を確実に解決し、消費者の信頼感を回復させ、より強い消費に導くためには強力な政策的措置が必要です。

中国を除く新興国の中央銀行は、2024年下半年に米ドルに対して自国通貨が過度に切り下げられることへの懸念から一時的に利下げを停止したものの、2025年には利下げを継続する可能性が高いと当社は考えています。先進国が金利を引き下げることで、新興国通貨の下落圧力が緩和され、新興国の中央銀行が金融政策を更に正常化することが可能になるはずです。もちろん、すべての新興国が同じ状況にあるわけではなく、一部の国は固有の要因により利上げを行う必要があるかもしれません、それが新興国全体に広がるとは当社は考えていません。

図6. 新興国の中央銀行は2024年下半期に利下げを一旦停止する傾向が見られたものの、今後も利下げを継続する見込み



出所：Macrobond, Mercer (2024年9月18日現在)

当社は、2025年に日本銀行が緩やかなペースで利上げを継続すると予想しています。日本では依然として金利水準が非常に低いため、インフレ率は日本銀行が目標とする2%を上回る可能性が高く、2025年には日本銀行が想定している中立的な金利水準の下限である1%まで利上げを行うことを当社は予想しており<sup>7</sup>、これは概ね6か月毎に利上げが実施されることを意味します。しかし、経済統計において持続的なインフレ圧力が確認される場合、日本銀行はより積極的な姿勢に転じ、1%を大きく超える水準まで金利を引き上げる可能性があります。結局のところ、日本のマクロ経済環境が良好であること、またインフレ率が日本銀行の目標水準を上回っていることは、大幅な金利引き上げが必要であることを示唆しています。これは、厳しい金融引締めが既に行われ、今後は利下げが予想される他の先進国とは対照的です。

## リスク

米国の大統領選でトランプ氏が勝利し、経済成長とインフレの上振れリスクと下振れリスクの両方が大きく増加しました。トランプ氏が提案しているいくつかの政策は現政権の政策を決定的に転換するものであり、その中には財政支出の拡大や規制緩和などがあります。それらの中でも特に極端なものは関税政策で、中国からの輸入品に60%以上の関税を課すことを提案しており、また、中国以外の国についてはすべての輸入品に対して10%の関税を課す可能性もあります。

これらの関税引き上げが実際に実施されるのか、それとも、米国にとってより良い貿易協定を締結するための交渉戦術なのかはまだ分かりません。しかし、もし実施されることになれば、これらは2018年および2019年に実施された関税引き上げをはるかに上回る、100年以上ぶりの大幅な関税引き上げとなるでしょう。

2025年の主なリスクの一つは金融引締めの遅効性を過小評価していることであると当社は考えており、このことがいくつかの国で景気後退を引き起こす可能性があります。これまで最も積極的な利上げサイクルの一つに直面しても、景気は驚くほどの耐性を示してきました。米国では、長期固定金利の住宅ローンの普及や、新しい情報技術への力強い投資需要など、金融引締め政策の実体経済への伝達が鈍い理由を説明する要因が存在します。

より楽観的な観点からは、人工知能（AI）やその他の新しい情報技術が、世界の多くの地域で生産性の向上を促進する可能性があります。生産性向上に対するAIの潜在能力については様々な推計が行われており、それらの推計結果は最小限のものから非常に大きなものまで幅広く分布しています。当社は、AIが大幅な生産性向上をもたらし、今後数年間の経済成長に大きな影響を与える可能性が高く、これは2025年以降の経済成長の上振れリスクを示唆していると考えています。また、将来的に生産性の向上や自動化の推進によって賃金に下押し圧力がかかるため、AIは今後数年間にわたってインフレの抑制をもたらす可能性もあります。

図7. 米国の関税率（平均）



出所：USITC, Barclays Research, Mercer (2024年11月30日現在)

\* 中国に対して60%、その他の国に対して10%の関税を前提に算出

当社の中国に関する見方は、中国政府が最終的に経済成長を下支えし、デフレ・リスクを解決するだろうという考えに基づいています。しかし、これらのタイミングは依然として不透明です。過去数年は中国政府の政策決定は必ずしも透明ではなく、また典型的な経済政策のパターンに則したものでもないことを示しており、政府は短期的な経済成長よりも、戦略的かつ長期的な政治的および経済的な目標を優先しているように見受けられます。

世界中の多くの武力衝突も経済や市場にリスクをもたらしています。米国の大統領交代後に、地政学的なイベントがどのように展開するかはまだ分かりません。トランプ次期大統領が迅速な解決を優先し、世界的に地政学的リスクが低下する可能性もあります。地政学的なイベントを予測することは概して非常に難しいと言えますが、現時点では地政学的なイベントが金融市場に与えるリスクは抑制されていると当社は考えています。これらのイベントが発生する際には金融市場のボラティリティが上昇しますが、その影響は時間とともに解消される傾向があります<sup>8</sup>。

## アセット・アロケーション

### 株式

2025年のマクロ経済環境は株式にとってプラスとマイナスの要因が混在しています。経済成長がやや鈍化することが予想されますが、先進国と新興国のいずれにおいても企業収益は全般的に力強く成長することが見込まれます。米国では法人税引き下げが企業収益の上方修正につながる可能性があります。当社は、AIによって生産性が向上し、企業の収益性を高められる可能性があると見ています。また、インフレ率や金利の低下も株式市場の支援材料となるでしょう。しかし、株式にとって全てがプラス材料というわけではありません。バリュエーションが高い水準に達していることを考慮に入れるに過度に楽観的な見方には注意が必要です。また、関税の引き上げが米国企業の競争力を低下させ、より広範で深刻な貿易戦争を引き起こす可能性があります。しかしながら、当社はより幅広い株式市場の中には魅力的な投資機会が存在すると考えています：

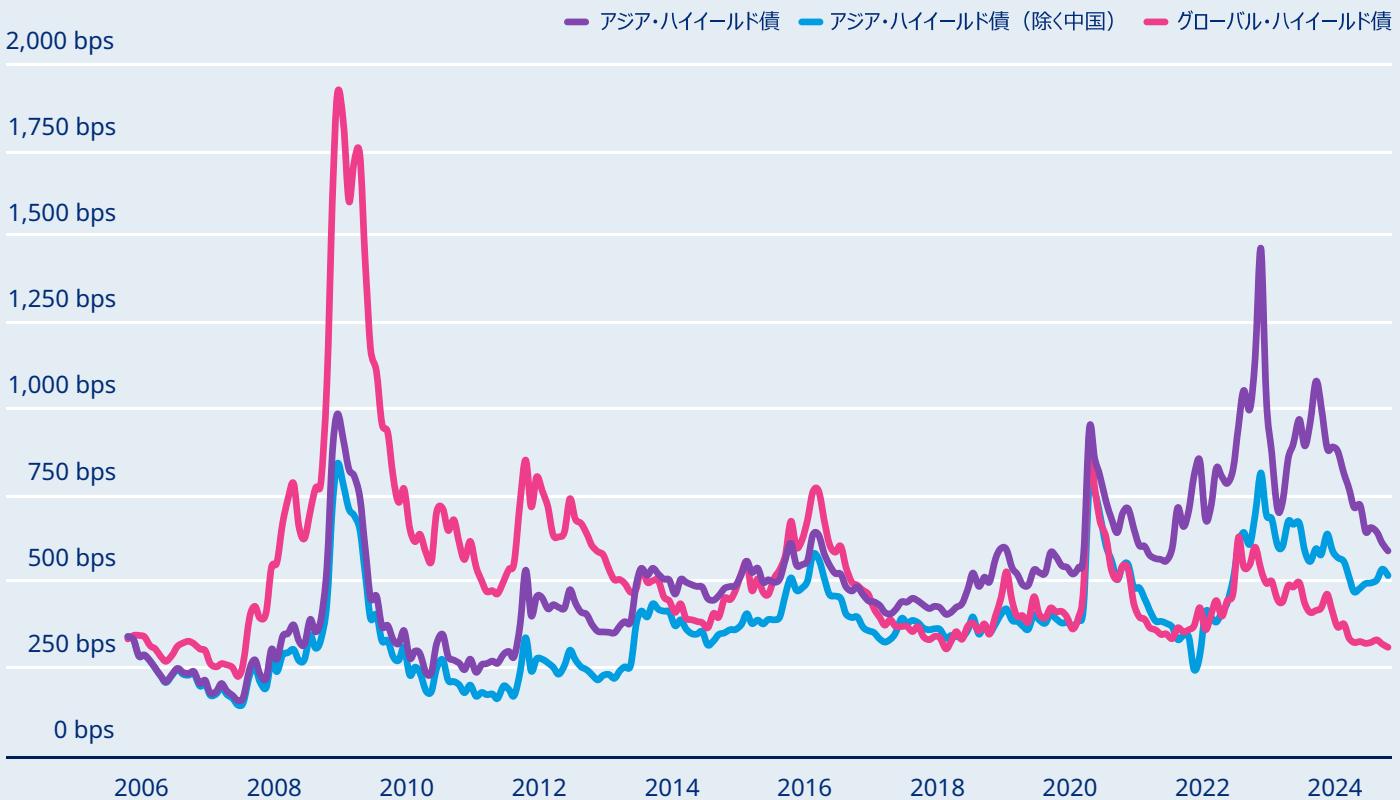
- 日本株は設備投資の増加などによる名目GDP成長率の構造的な回復から恩恵を受けることが期待されます。
- REITのファンダメンタルズは堅調ですが、REITの指標構成に関する誤解によって過度に投資家から敬遠されています。

図8. AI関連の設備投資（マグニフィセント7）



出所：JP Morgan Equity Macro Research, Bloomberg, Factset, I/B/E/S, Compustat, Mercer (2024年10月8日現在)

図9. 依然としてアジア・ハイイールド債のクレジット・スプレッドは相対的に魅力的



出所：JP Morgan, Refinitiv, Mercer (2024年9月30日現在)

新興国株式のバリュエーションとマクロ経済環境は魅力的ですが、米国の関税政策によっては新興国経済に対する投資家センチメントが悪化し、株価に影響を与える可能性があります。このため、当社は貿易政策の全貌が明らかになるまでは新興国株式に対して中立的な見方をしています。

### グロース債券

デフォルト率が抑制されていることは世界的にハイイールド債の支援材料となっており、利回りを重視する投資家はリスク許容度を引き上げ、ハイイールド債への投資を拡大する可能性があります。しかし、グローバル・ハイイールド債は既にクレジット・スプレッドがタイトな水準にまで縮小しており、魅力的な投資機会とは言えません。

当社は、グロース債券の中では引き続きフロンティア市場債とアジア・ハイイールド債に魅力的な投資機会を見出しています。これらの2つの資産クラスはファンダメンタルズが良好であるだけでなく、バリュエーションが魅力的であり、また一般的なグローバル・ハイイールド債よりもデフォルト率が抑制されています。

フロンティア市場債のデフォルト率は2023年、2024年ともに抑制されており、2025年もこの傾向が続くと当社は予想しています。

アジア・ハイイールド債市場の発行体の70%以上は中国以外の国に所在し、スプレッドは厚く、デフォルト率は低水準です。また中国について市場全体の30%未満であり、その3分の2以上の発行体が不動産セクター以外の発行体であり、デフォルト率とスプレッドはともに低水準です。

中国の不動産セクターはアジア・ハイイールド債市場の10%未満であり、スプレッドとデフォルト率はともに高水準です。2025年には同セクターのデフォルト率が低下すると当社は予想していますが、前述通り、政府の支援策に大きく依存しています。

幅広い資産クラスに投資することができる制約の少ないポートフォリオでは、フロンティア市場債、アジア・ハイイールド債、株式等のリスク資産に対するヘッジとして、グローバル・ハイイールド債をアンダーウェイトにしています。

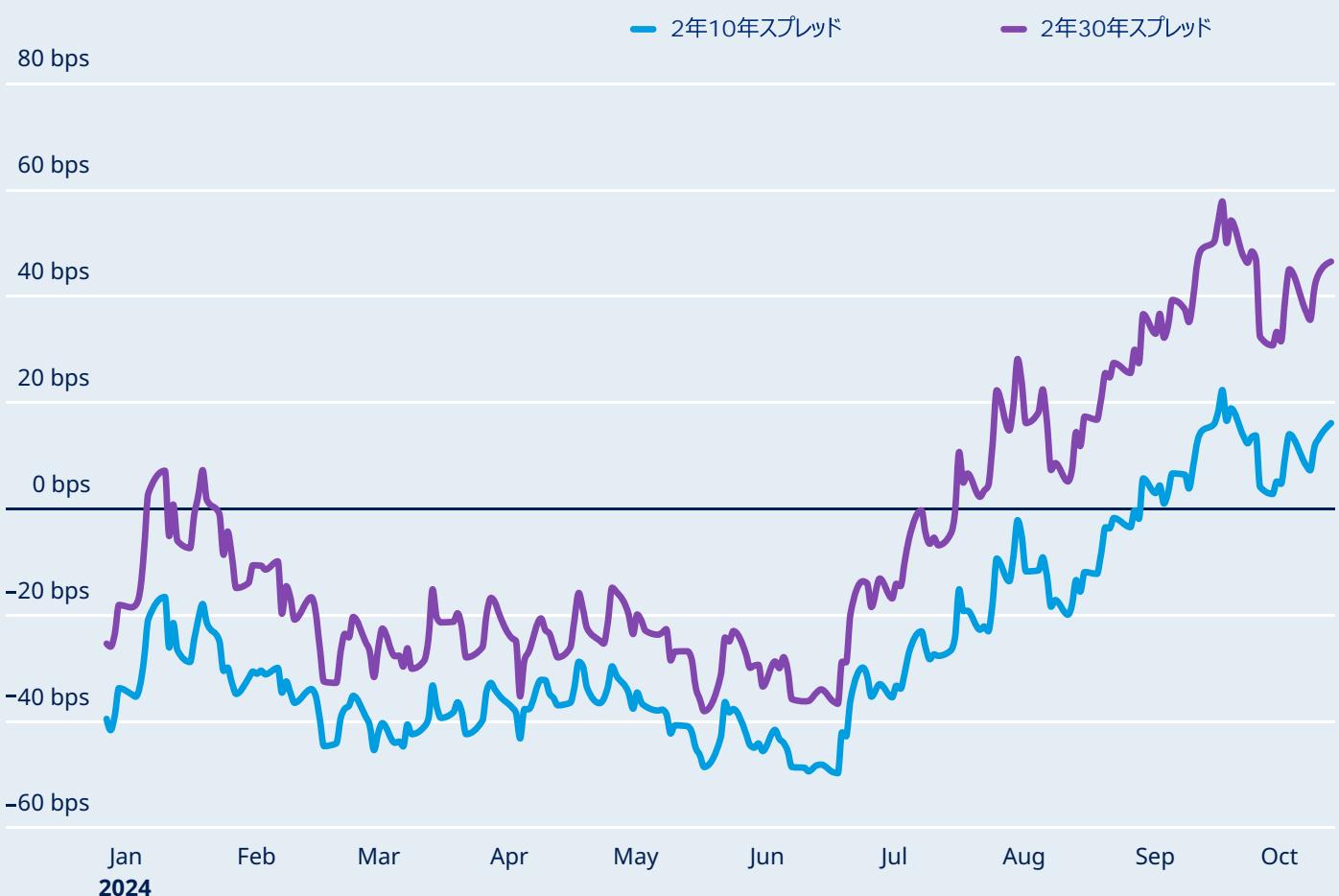
## ディフェンシブ債券

国債市場は、日本を除くほとんどの中央銀行が2025年に利下げを行うことを織り込んでいます。当社のベース・シナリオは、中央銀行が債券市場で織り込まれているよりも緩やかなペースで利下げを行うことを想定しており、このため、国債利回りに若干の上昇圧力がかかる可能性があると予想しています。

中央銀行が想定している「中立金利」については、多くの先進国では2010年代に見られた水準よりもはるかに高く、2000年代に見られた水準よりもわずかに低い水準であると思われます。当社は国債利回りが大幅に上昇するとは予想していないものの、ポートフォリオの他のポジションとのリスク・バランスを考慮し、ポートフォリオのデュレーション・エクスポートージャーを小幅にアンダーウェイトすることが適切であると考えています。

当社は、ポートフォリオにおいてグローバル国債を若干アンダーウェイトすることで、他の債券資産クラスからのデュレーション・エクスポートージャーを部分的に相殺しています。先進国の国債市場では、実質利回りは名目利回りの上昇と同様に若干上昇する可能性がありますが、英国については両者の利回り格差が縮小すると当社は予想しています。グローバル・ハイールド債と同様にグローバル投資適格債のクレジット・スプレッドは歴史的な低水準となっています。信用格付けの引き下げは少ないままかもしれません、クレジット・スプレッドがここから更に縮小する余地は極めて限定的です。

図10. イールドカーブ形状のステップ化



出所：Bloomberg, Mercer (2024年11月6日)  
正のスプレッドは、長い年限の利回りが短い年限の利回りを上回っている順イールドの状態

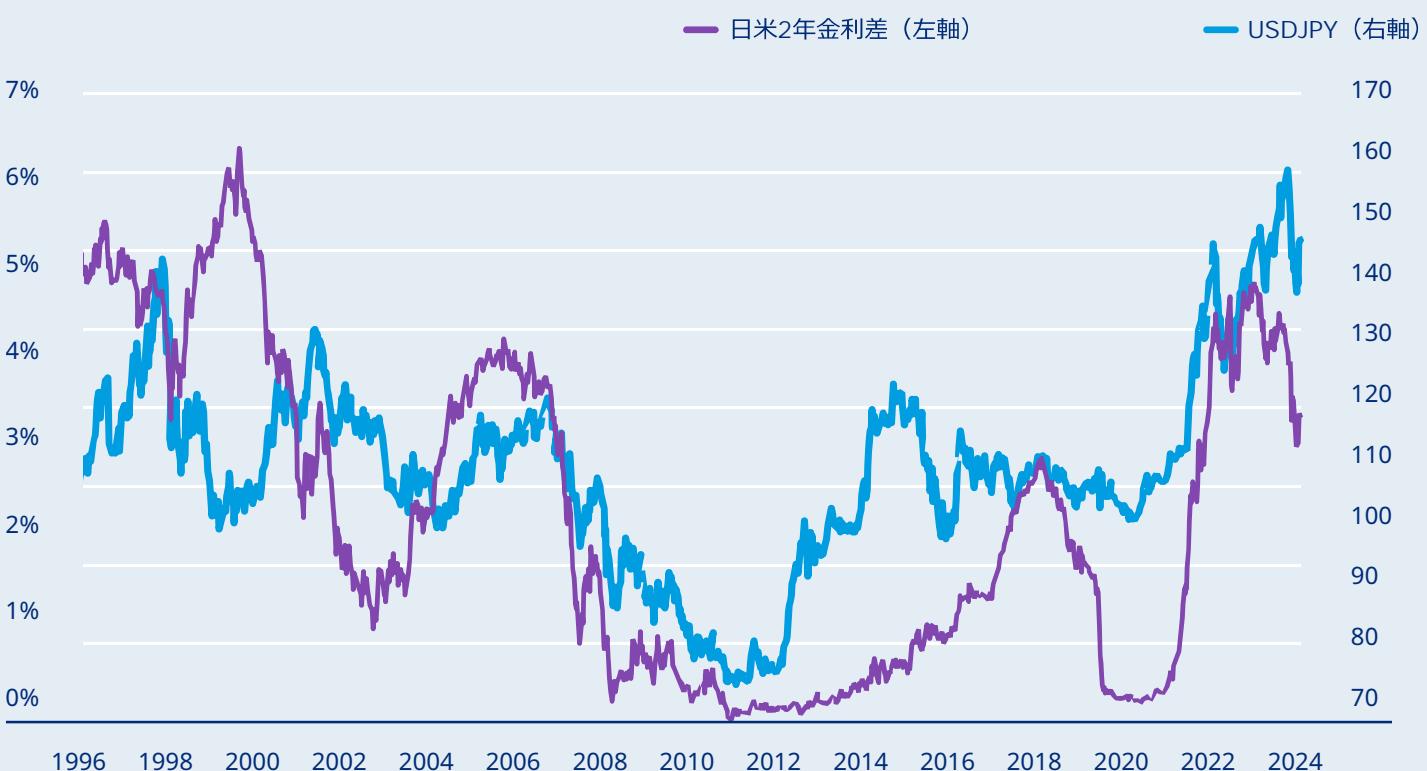
## 為替

当社は、日本円のオーバーウェイト・ポジションを高い確信度を持って維持しています。2024年の経済・市場見通しでも述べた通り、日本円の実質実効為替レートは1970年代以降で最も割安な水準にあります。2024年は日本円が大きく変動しましたが、依然として日本円は実質実効ベースで歴史的な安値圏を推移しています。日本円にはマクロ経済面で追い風が吹いていますが、投資家からはあまり選好されておらず、非対称的な上昇余地を有しています。日銀が利上げ継続する場合、円安を見越した投資家のポジションが解消されることで、今後、日本円は上昇するでしょう。当社は日本円のオーバーウェイト・ポジションに対し、イス・フラン、ニュージーランド・ドル、ユーロのアンダーウェイト・ポジションを取っています。また、米国が関税引き上げを更に強く示唆する場合、あるいは実際に実行に移す場合には中国人民元が大幅に下落する可能性を考慮し、オフショアの中国人民元のアンダーウェイト、米ドルのオーバー・ウェイトを最近構築しました。

当社は、フロンティア市場債のポジションを通じて新興国通貨を若干オーバーウェイトにしています。今後は、新興国通貨の実質金利の上昇や魅力的なバリュエーション、更には先進国の中央銀行による大幅な利下げによって新興国通貨は他の通貨（除く、米ドル）に対する相対的な魅力が増すはずですです。



図11. 日本円は依然として割安



出所：Refinitiv, Mercer (2024年11月6日)

# Appendix

## Authors

**Rupert Watson**

Global Head of Macro and Dynamic Asset Allocation, Mercer

**Julius Bendikas**

European Head of Macro and Dynamic Asset Allocation, Mercer

**Cameron Systermans**

Head of Multi Asset, Asia, Mercer

**Max Becker**

Economics and Dynamic Asset Allocation Specialist, Mercer

## Endnotes

- 1 Based on Goy-Iwasaki (2023) model, Bank of Japan's estimate.
- 2 [https://insightcommunity.mercer.com/research/672bca6464351153be43f4b6/Mercer\\_US\\_Election\\_Results\\_The\\_Day\\_After](https://insightcommunity.mercer.com/research/672bca6464351153be43f4b6/Mercer_US_Election_Results_The_Day_After).
- 3 Core CPI = National CPI ex-fresh food.
- 4 The wheel of inflation refers to the cyclical process in which rising costs, higher prices and increased wage demands reinforce each other, perpetuating inflationary pressures in an economy.
- 5 Three percent base wage growth supports 2% inflation target according to BoJ.
- 6 The neutral rate of interest, or  $r^*$ , is where monetary policy is neither accommodative nor restrictive. Neutral rates of interest are inherently difficult to estimate as they are completely unobservable.
- 7 Based on Goy-Iwasaki (2023) model, Bank of Japan's estimate.
- 8 <https://insightcommunity.mercer.com/api/v1/uploads/c3e7d15876f0440cae2b6754c77742ca.pdf?public=false>.
- 9 FMD is a higher-yielding sub-sector of emerging market debt (EMD). See Mercer paper for further background: [https://insightcommunity.mercer.com/api/v1/uploads/Frontier\\_Market\\_Debt\\_6a7ce28f4c.pdf](https://insightcommunity.mercer.com/api/v1/uploads/Frontier_Market_Debt_6a7ce28f4c.pdf).

## Important notices

References to Mercer shall be construed to include Mercer (US) LLC and/or its associated companies.

© 2024 Mercer (US) LLC. All rights reserved.

This content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercer's prior written permission.

Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications.

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed.

For Mercer's conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see [mercercapital-investments](https://www.mercer.com/footer/conflicts-of-interest-mercercapital-investments).

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides recommendations based on the particular client's circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.

Past performance is no guarantee of future results. The value of investments can go down as well as up, and you may not get back the amount you have invested. Investments denominated in a foreign currency will fluctuate with the value of the currency. Certain investments, such as securities issued by small capitalization, foreign and emerging market issuers, real property, and illiquid, leveraged or high-yield funds, carry additional risks that should be considered before choosing an investment manager or making an investment decision.

Information contained herein may have been obtained from a range of third-party sources. Although the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

For the most recent approved ratings of an investment strategy, and a fuller explanation of their meanings, contact your Mercer representative.

Mercer universes: Mercer's universes are intended to provide collective samples of strategies that best allow for robust peer group comparisons over a chosen timeframe. Mercer does not assert that the peer groups are wholly representative of and applicable to all strategies available to investors.

Please see the following link for information on investment management index definitions.

Not all services mentioned are available in all jurisdictions. Please contact your Mercer representative for more information.

Investment management and advisory services for US clients are provided by Mercer Investments LLC (Mercer Investments). Mercer Investments LLC is registered to do business as "Mercer Investment Advisers LLC" in the following states: Arizona, California, Florida, Illinois, Kentucky, New Jersey, North Carolina, Oklahoma, Pennsylvania, Texas and West Virginia; as "Mercer Investments LLC (Delaware)" in Georgia; as "Mercer Investments LLC of Delaware" in Louisiana; and "Mercer Investments LLC, a limited liability company of Delaware" in Oregon. Mercer Investments LLC is a federally registered investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended. Registration as an investment adviser does not imply a certain level of skill or training. The oral and written communications of an adviser provide you with information about which you determine to hire or retain an adviser. Mercer Investments' Form ADV Parts 2A and 2B can be obtained by written request directed to: Compliance Department, Mercer Investments, 99 High Street, Boston, MA 02110.

Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited.

Mercer Global Investments Europe Limited is regulated by the Central Bank of Ireland under the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulation 2017, as an investment firm. Registered office: Charlotte House, Charlemont Street, Dublin 2, Ireland. Registered in Ireland No. 416688. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 984275. Registered Office: 1 Tower Place West, Tower Place, London EC3R 5BU.

Investment management services for Canadian investors are provided by Mercer Global Investments Canada Limited. Investment consulting services for Canadian investors are provided by Mercer (Canada) Limited.

Investment advisory services for Brazil clients are provided by Mercer Human do Brasil (Mercer Brazil), a company regulated by the Brazilian Securities and Exchange Commission to provide Financial Advisory services. This does not constitute an offer or a solicitation of an offer to buy or sell securities, commodities and/or any other financial instruments or products or constitute a solicitation on behalf of any of the investment managers, or their affiliates. For the avoidance of doubt, this is not formal investment advice to allow any party to transact. Additional advice will be required in advance of entering into any contract. The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed. Past performance does not guarantee future results. The services mentioned in this document refer to global investment services and some of them may not be provided locally by Mercer Brazil; please contact our local team for information.

The services mentioned in this document refer to global investment services and some of them may not be provided locally by Mercer Mexico; please contact our local team for information.

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメント株式会社

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 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、本資料で触れられている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。
- ・ 投資にあたっては、契約締結前交付書面を必ずご確認ください。
- ・ 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。
- ・ 本資料は一般的な投資助言、あるいはお客様の状況を考慮した個別の投資助言を含むものではありません。お客様の状況を考慮することなく、また正式な投資助言を受領することなく投資判断をすることの無いようお願いいたします。
- ・ 本資料で使用されているシミュレーションによる運用実績等の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性や将来の運用成果を約束するものではありません。
- ・ 本資料に記載の情報には、信頼できる第三者から提供されたものを含みます。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なく、当該情報の齟齬、脱落、不正確さにより発生した損害（間接的損害、付随的損害等）については責任を負いません。
- ・ 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・レーティングとその意味の詳細な説明については、当社営業担当者にお問い合わせください。
- ・ マーサーの利益相反に関する開示については、当社営業担当者にお尋ねいただくか、又は [www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest) をご覧ください。
- ・ ご案内の投資ユニバースは、一定の時間軸における同様のアプローチにより運用する他の戦略との比較を行いやすくするために提供されているものです。従って、当該投資ユニバースは当該戦略を代表すること、お客様にとって最適であることまたお客様の採用が可能であること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。
- ・ 当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。