

(2022 年 12 月 15 日発表) を基に、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳したものです。

グローバル見通し

2023 年の見通し：希望の兆し

2022 年 12 月 15 日



Seema Shah

チーフ・グローバル・ストラテジスト

Han Peng, CFA

定量ストラテジスト

Garrett Roche, CFA, FRM

グローバル・ストラテジスト

米連邦準備制度理事会の金融政策:引き締めに強い決意

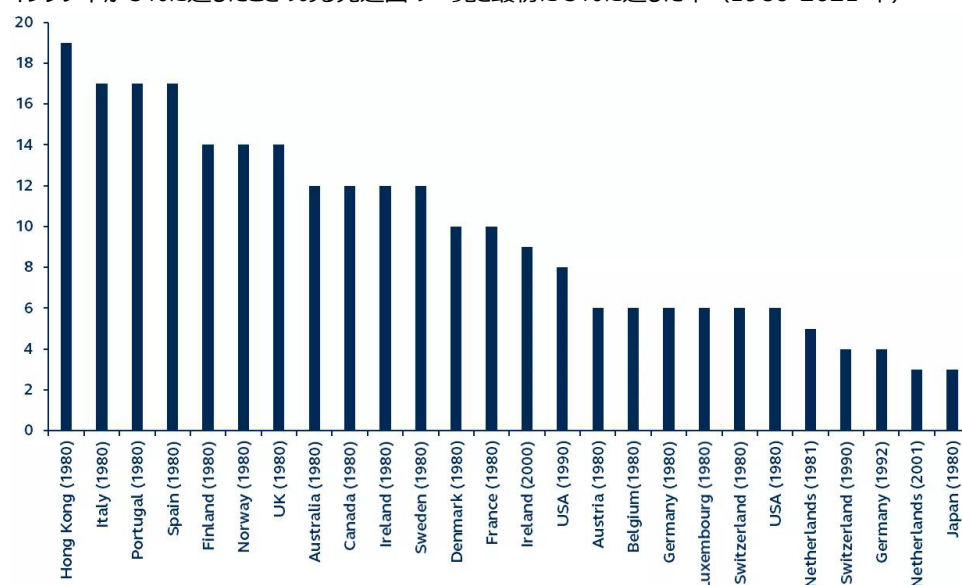
2023 年は、2022 年のように米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派姿勢を堅持することはないと思われるが、政策金利がさらに引き上げられることはほぼ間違いないとみられます。また、利上げの効果はまだ明確に経済指標に表れていないものの、1980 年代以降で最も積極的な金融引き締めサイクルは、2023 年の経済に目に見える形で影響を及ぼすと思われます。残念ながら、景気後退入りが確実視される中でも、FRB による救済は望めないと考えられます。

4 回連続の 75 ベーシスポイントの利上げと、パンデミック後のサプライチェーン（供給網）の混乱の解消を経て、米国のインフレ率の伸びはようやく減速に向かい始めました。しかし、歴史は、インフレが 2023 年まで FRB の不安と懸念の材料になることを示唆しています。1980 年代以降、先進国のインフレ率は一度 5%まで上昇すると、2%に戻るまでに平均 10 年かかっています。今日の中央銀行はより広範な政策ツールを有しており、金融政策の手腕に対する信頼性も高いので、インフレ目標に戻すのに 10 年もかかることはないと思われます。しかし、いずれにしろ政策の効果や進展は非常に遅々としており、今後 12 ヶ月はおろか 24 ヶ月以内にインフレ率を 2%に近づけるためにさえ、FRB は政策の効果を引き続き注視し、必要な手段を講じる必要があります。

先進国のインフレ率は 5%に達すると、2%に低下するまでに何年もかかる

インフレ抑制に要した年数

インフレ率が 5%に達したことがある先進国の一覧と最初に 5%に達した年（1980-2021 年）



出所：IMF World Economic Outlook Database、Principal Asset Management、2022 年 12 月 15 日時点

インフレ率の低下には外的な要因が必要

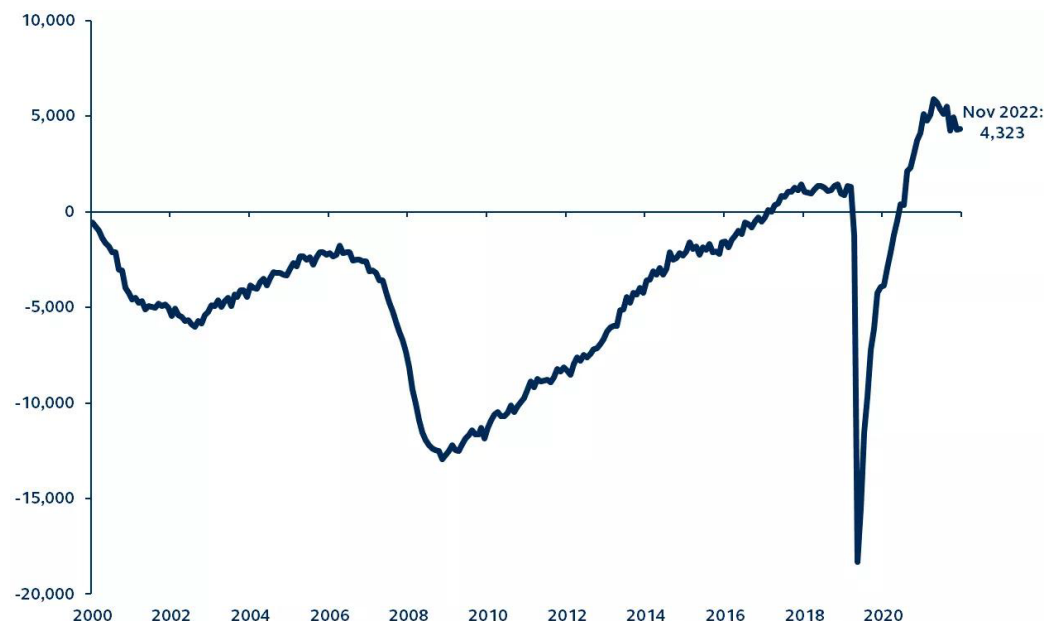
インフレ率の計測対象の中には、急速に軟化するセグメントがあります。例えば、食料品やエネルギーの価格は大幅に低下しており、サプライチェーンの回復などを背景に、ようやくモノのインフレが落ち着きつつあります。しかし、サービス業については、潜在成長率を下回る経済成長と労働市場の継続的な需給緩和が必要であり、インフレ率の低下はゆっくりと進行する見込みです。

今のところ、米国経済と労働市場は減速の兆しがみられるものの、インフレ抑制の観点ではそのペースは十分ではありません。アトランタ連銀が経済統計から国内総生産（GDP）を予測する GDP ナウは、第 4 四半期の米国の実質 GDP 成長率は依然として堅調と推定しています。労働市場では、求人数が失業者数を約 460 万人上回り、その差は少なくとも過去 20 年で最も大きい部類に入ります。一方、月間雇用者数は（過去 3 か月のローリング平均で）27 万 5,000 人前後で推移しており、これは歴史的に高い経済成長を示した時期と同水準となっています。

米国の労働市場の需給が緩む兆しは殆どみられない

求人数から失業者数を差し引いた数

2000 年 1 月～2022 年 11 月、単位：1,000 人



出所：Bureau of Labor Statistics、Principal Asset Management、2022 年 12 月 15 日時点

つまり、FRB は利上げペースを減速し始めましたが、インフレ問題の根深さから FRB はさらに利上げを行う必要に迫られており、さらなる景気減速に耐えなければならない状況にあります。つまり、米国経済がハードランディングする可能性が高いと思われます。

利上げの一時停止は金融政策の転換点ではない

ここ数ヵ月、景気減速懸念を背景に FRB が金融政策を転換し、市場に助け舟を出すのではないかとの話が盛んになってきました。歴史的に FRB の政策金利はピークに達すると、そこからわずか 6 ヶ月以内に利下げに転じてきた過去があるからであると考えられます。

しかし、2023 年に政策金利を引き下げることに対する FRB の抵抗は非常に大きいと思われます。景気後退は物価安定に向けた必要なステップであるだけでなく、FRB は過去のインフレ退治失敗を繰り返さないことを強く決意しているように見受けられます。1980 年代前半、FRB は利下げを実行するのが早すぎたため、インフレ圧力の再燃を招き、最終的にはさらに積極的な金融引き締めが必要となった過去があります。また、昨年、インフレ率が急上昇する中でゼロ金利を継続した誤算も、FRB 高官の頭をよぎったであろうことは想像に難くありません。

その結果、2023 年前半に 5.25-5.5% のピーク金利に達した後、仮に米国経済が景気後退入りしても、2023 年まで FRB は政策金利を高い水準で維持しなければならなくなる可能性が非常に高いと考えられます。

中国：座礁船の舵取りをいかにして行うか？

中国の株式市場の低迷は 2 年近く続いています。2023 年に新型コロナウイルスに対する規制が解除され、政府が規制解除と景気刺激策を上手く組み合わせれば、ようやく一段落する可能性があると考えられます。

この 2 年間は、中国の投資家にとって厳しいものでした。2021 年、緩やかな景気回復にもかかわらず、様々な規制や独占禁止法の強化により、中国の資産価格は急落しました。2022 年、規制による締め付けは若干緩和されましたが、中国政府の厳格な新型コロナウイルス政策と不動産市場の深刻な低迷により、低調な経済と市場が続きました。

世界的なパンデミックの初期には、中国のゼロコロナ政策は成功したと見られました。新規感染をほぼ抑え込み、中国は新型コロナウイルスの大流行から「回復」した最初の国と位置付けられていました。しかし、足許では感染力の強い変異株によってかつては効果的だったこの政策の維持に多大なコストがかかるようになり、度重なるロックダウン（都市封鎖）や隔離期間の延長により、深刻な経済停滞に陥っています。世界経済が金融引き締めへ転じる中、政策当局は財政政策と金融政策を適度に緩和することで、この苦境を乗り切ろうとしています。しかし、これは痛みを和らげるだけで、新型コロナウイルス感染者の増加による頻繁なロックダウンは、消費者心理を冷やして消費活動を抑制し、政策効果を相殺してしまっています。

ゼロコロナ政策にもかかわらず、新型コロナウイルスの感染者数は増加

中国の新型コロナウイルスの新規感染者数と各政府が取った政策措置の厳格さ

月毎の中国国内での新規感染者の報告件数（紺色、左軸）、ストリンジェンシー・インデックスの水準（米国：青色および中国：灰色、右軸）、2020年2月～2022年11月



出所：Bloomberg、Principal Asset Management、2022年12月15日時点

ストリンジェンシー・インデックスは、各国政府の新型コロナウイルス対策の厳格度を表す指数で、英オックスフォード大学が作成・算出しています。数値が高いほど、政策措置がより厳格であることを示しています。

ゼロコロナ政策の見直し

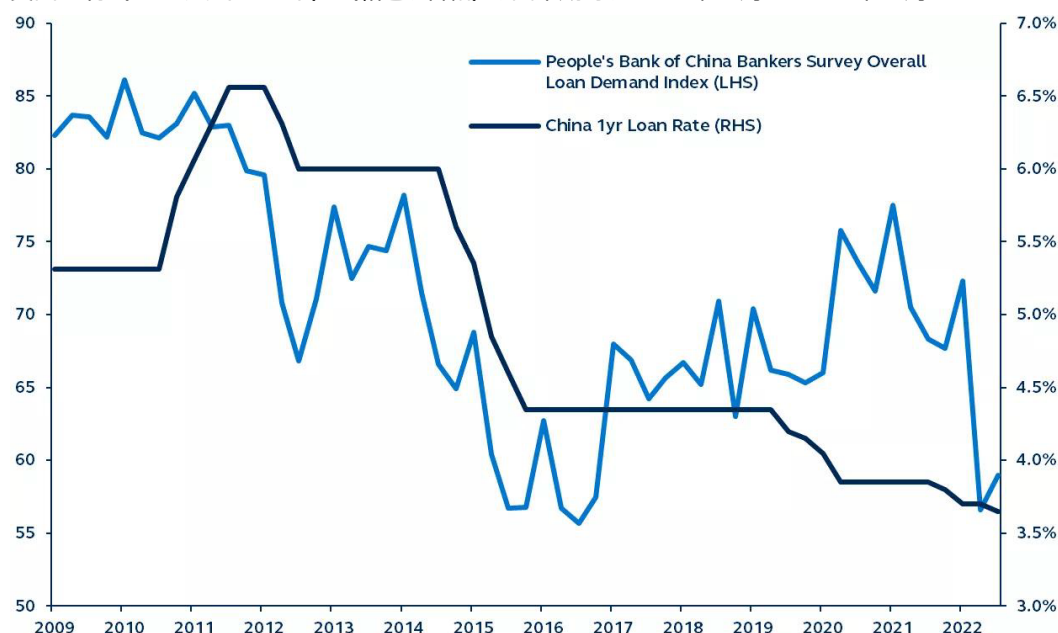
中国の景気回復のカギを握るのは、ゼロコロナ政策の解除であることが、政府にとってますます明白になってきています。新型コロナウイルス関連の制限を緩和する最近の措置は、消費者の繰延需要を解放し、雇用を改善し、さらに他の景気刺激策が効果を十分に発揮するうえで足かせとなっている障害を取り除くと思われます。

- **住宅**：不動産市場は、足許の中国经济低迷のゼロコロナ政策以外の原因でした。不動産市場に対する政策転換はすでに始まっていますが、景気見通しに対する信頼感が低いため、政策が思うような効果を発揮していません。ただし、ゼロコロナ政策が解除され、経済活動の再開が住宅需要を支えることにより、不動産市場の回復を後押しする政策は今後効果を発揮すると思われます。
- **財政出動**：経済活動の再開により、政府はPCR検査や集団隔離施設にかかる財政負担を軽減し、その資金をより生産的な支出に充てることができると考えられます。さらに、ゼロコロナ政策が解除されれば、財政出動によるインフラ投資を促す効果が改善すると思われます。
- **金融刺激策**：需要の低下が景気減速の根底にあるため、家計と企業は利下げや低金利での融資による恩恵をあまり受けられませんでした。ただし、経済活動の再開は家計と企業の景気見通しに対する信頼感の回復につながり、需要を喚起することで、金融刺激策がより効果的に成長を促すことが可能になると考えられます。

歴史的な低金利にもかかわらず、中国の融資需要は弱い

中国のローン需要と金利

中国人民銀行が銀行を対象とするアンケート調査を基にした企業や家計の借入れ需要を示す指数（青色、左軸）、最優遇貸出金利（ローンプライムレート）（紺色、右軸）、四半期毎、2009年1月～2022年9月



出所：Bloomberg、People's Bank of China、Principal Asset Management、2022年12月15日時点

代償は高つくが、必要な変更

他国が経験したように、経済活動再開後の新型コロナウイルス感染者数の急増は、混乱と事態の一時的な悪化をもたらす可能性があります。しかし、過去2年間の経済的苦境を経て、中国政府は長期的な経済効果をより重視するようになってきています。そして、経済活動の再開と景気刺激策を効果的にコントロールすることによって、2023年に中国が力強い回復軌道に乗る可能性があると考えられます。これとは対照的に、ゼロコロナ政策を緩和しなければ、さらなる財政刺激策、金融緩和、緩和的な住宅政策を実施しても、更に1年間の泥沼にはまる可能性があり、短期的な経済減速が慢性的な経済停滞に発展するリスクが高まると思われます。

米ドル：今後の展開がグローバルな投資機会を生む

今年、伝統的な株式と債券の両資産のパフォーマンスが非常に悪かった中で、米ドルはパフォーマンスが非常に好調だった資産クラスの一つでした。しかし、米ドル高が世界の経済的課題を悪化・深化させたことが、世界のリスク資産の魅力の低下につながっています。

米ドルの見通し

2022年に米ドル高が市場のコンセンサスとなるに従い、市場参加者のポジションは極端に偏り、バリュエーションも極端な水準に達しました。2022年半ばにようやく米国のインフレ指標の上昇ペースが落ち着き始めると、予

測しづらかった FRB の利上げ見通しに対する落ち着きから、秋から米ドルが急ピッチで調整しました。足許では、市場参加者は米ドルの見通しと、米ドルの動向が 2023 年に世界のリスク資産へどのような影響を及ぼすかについて再評価しています。

最近の急激な米ドル安にもかかわらず、米ドルのファンダメンタルズは短期的には引き続き良好です。今のところ、米国の堅調な経済指標は、FRB がさらに利上げを行う余地があることや、主要な中央銀行の中で最もタカ派的であり続ける可能性を示唆しており、米ドルが短期的にさらに上昇する可能性があります。しかし、あと数回の利上げの後、2023 年前半の 6 ヶ月間に FRB が利上げを停止する可能性が高まっており、持続的な米ドル安につながると考えられます。また、中国がゼロコロナ政策を解除し、経済活動を再開させることも米ドルの下落につながると考えられます。

グローバルな投資機会

米ドル安はグローバルな金融環境の改善につながり、最終的には欧州経済のインフレ圧力を緩和し、米ドル建ての国債を発行している新興国の返済負担を減らすことになると考えられます。そして、これらの変化により、米国以外の中央銀行（先進国と新興国）は、通貨防衛や需要抑制によるインフレ対策から、より成長を支援する政策へとシフトすることができるようになると考えられます。これは世界の経済成長にとって段階的にプラスになるだけでなく、新興国と欧州のリスク資産の相対的な見通しにもプラスになると考えられます。

米ドル安が進めば、新興国株が米国株をアウトパフォームする可能性が示唆される

米ドル指数と米国株対新興国株のパフォーマンス

米ドル指数（青色、左軸）、S&P 500 対エマージング・マーケット指数（紺色、右軸）、2020 年～現在



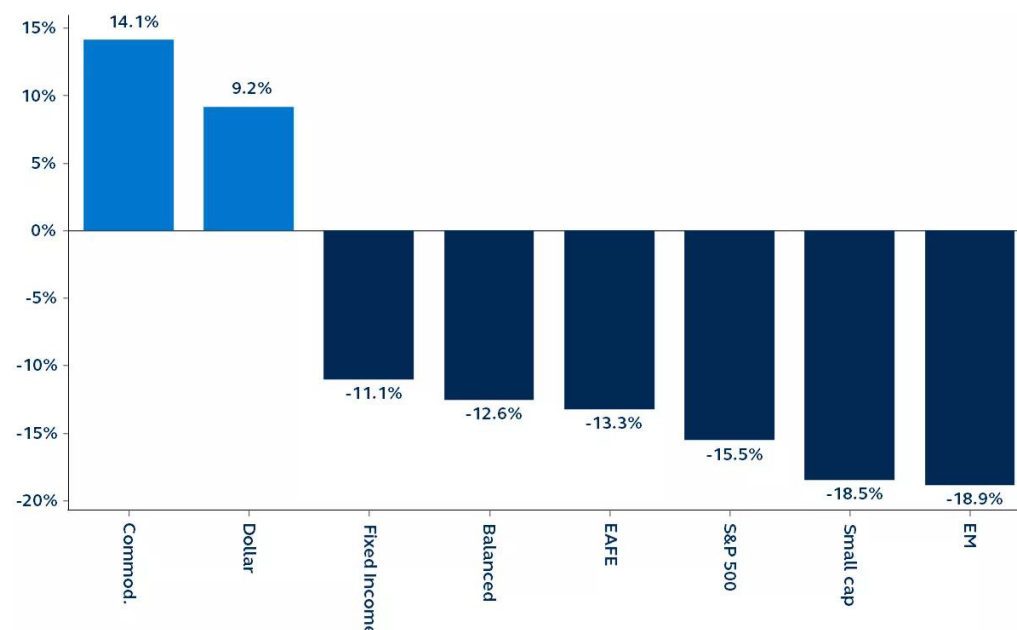
出所：S&P Dow Jones Global Indices、MSCI、CME、Bloomberg、Principal Asset Management、2022 年 12 月 1 日時点

現在、米国の資産のバリュエーションがプレミアム水準となっていることは、逆に言えば、海外の資産のバリュエーションが大幅なディスカウントとなっていると考えられます。米ドル安が持続的に進行すれば、世界的な成長懸念や地政学リスクによるネガティブなサプライズの可能性は残るものの、世界の長期投資家には米国以外の国において魅力的な投資機会が発掘できると思われます。

2022 年に米ドルをアウトパフォームしたのはコモディティのみ

米ドルおよび資産クラス別の年初来のパフォーマンス

トータルリターン



出所：Clearnomics、Refinitive、Bloomberg、Principal Asset Management、2022 年 12 月 7 日時点

Commod. = ブルームバーグ・コモディティ指数、Dollar = 米ドル指数、Fixed Income = iShares コア米国債券総合指数、Balanced = 株式が 60%（うち米国大型株が 40%、米国小型株が 5%、米国以外の先進国株が 10%、新興国株が 5%）、米国の債券が 35%、コモディティが 5%で構成される仮想ポートフォリオ、EAFE = MSCI EAFE（欧州、豪州、極東）指数、S&P 500 = S&P500 種株価指数、Small Cap = ラッセル 2000 指数、EM = MSCI エマージング・マーケット指数例示のみを目的としています。各指数は実際に運用されているわけではなく、手数料、諸経費、取引コストを考慮していません。また、必ずしも指数自体に投資が出来るわけでもありません。

一般的には、世界のリスク資産は米ドル高で難しい状況に陥るものであり、2022 年についても例外ではありませんでした。ただし、米ドルの急騰は危機的な市場展開につながるがありますが、今回はそこまでには至りませんでした。多くの新興国資産は、各国の財政規律と予防的な金融政策により、過去と比較すると良好な状態を維持しています。従って、一旦状況が改善すれば、その回復ペースは速い可能性があります。FRB は 2023 年も政策金利の引き上げを継続する可能性が高いため、今後も米ドル高が予想される一方、FRB が利上げを停止することで、2023 年には世界のリスク資産が上昇すると同時に、持続的な米ドルの下落トレンドが到来する可能性があります。

まとめ

当社の 3 つの主要テーマは、株式と債券が共に下落した 2022 年とは異なり、2023 年には数多くの投資機会の可能性があることを示唆しています。

米国の景気後退が企業収益の成長を圧迫するため、幅広い株式で厳しい状況が続くと思われますが、同じ要因が質の高いコア債券に恩恵をもたらすと思われます。FRB は 2023 年に数回の利上げを実施すると予想されますが、引き締めサイクルの終了は近いと思われます。従って、米国債利回りには低下圧力がかかり、不動産担保証券（MBS）はボラティリティが上昇してリスクが高まる時期も比較的安定推移すると想定されるため、景気後退が近づく中で債券投資がポートフォリオを支えることができることを示唆していると考えられます。クレジット市場では、デレーションが長く、質の高い投資適格債の魅力が高まると考えられます。重要なのは、クレジットが近年では見られなかった水準の魅力的な利回りを提供し、ポートフォリオに組み入れる意義が高まったことです。

中国の完全な経済活動の再開は一夜にして実現するものではありません。しかし、中国の厳しいゼロコロナ政策の解除に向けた道筋は、追加の景気刺激策と相まって、2023 年に中国の経済活動とリスク資産を大幅に回復させるトリガーとなると考えられます。これによる影響は遠い地にもおよび、欧州や特にアジアの主要な貿易相手国の景気を後押しすると考えられます。また、世界の商品市況も恩恵を受けると想定されます。

米ドルの強気相場は一巡したとみられており、下落基調が本格的になれば、新興国市場と欧州のリスク資産の相対的な見通しが明るくなると思われます。米国以外の国の資産のバリュエーションは比較的魅力的であるため、投資家はグローバルな分散投資によってより優れたリターンを得られると考えられます。

2023 年の課題とリスクは困難なものに見えますが、投資家が取るべき戦略は明確になりつつあると考えます。インフレ率の更なる低下は市場の上昇・安定において引き続き必須条件ですが、資産クラス間の分散は魅力的であることから推奨され、さらに魅力的なバリュエーションとなっているグローバルな投資機会を活用することが優れたリターンをもたらすと考えます。

Disclosure

Risk considerations

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past performance is no guarantee of future results. Asset allocation and diversification do not ensure a profit or protect against a loss. Equity investments involve greater risk, including higher volatility, than fixed-income investments. Fixed-income investments are subject to interest rate risk; as interest rates rise their value will decline. International and global investing involves greater risks such as currency fluctuations, political/social instability and differing accounting standards. Non-investment grade securities offer a potentially higher yield but carry a greater degree of risk. Emerging market debt may be subject to heightened default and liquidity risk. Risk is magnified in emerging markets, which may lack established legal, political, business, or social structures to support securities markets. Inflation and other economic cycles and conditions are difficult to predict and there is no guarantee that any inflation mitigation/protection strategy will be successful. Commodity futures contracts generally are volatile and not appropriate for all investors.

Important Information

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account. Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided.

This material may contain 'forward-looking' information that is not purely historical in nature and may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

This document is intended for use in:

- **The United States** by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- **Europe** by Principal Global Investors (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") will not benefit from the

protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGI EU, PGIE or PGI EU may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority ,or the Central Bank of Ireland.

- **United Kingdom** by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").
- **United Arab Emirates** by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organization.
- **Singapore** by Principal Global Investors (Singapore)Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act 2001. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- **Australia** by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS License No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- This document is marketing material and is issued in **Switzerland** by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- **Hong Kong SAR (China)** by Principal Global Investors (Hong Kong) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance.
- **Other APAC Countries**, this material is issued for institutional investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.
- Nothing in this document is, and shall not be considered as, an offer of financial products or services in Brazil. This presentation has been prepared for informational purposes only and is intended only for the designated recipients hereof. Principal Global Investors is not a Brazilian financial institution and is not licensed to and does not operate as a financial institution in Brazil.

Insurance products and plan administrative services provided through Principal Life Insurance Co. Principal Funds, Inc. is distributed by Principal Funds Distributor, Inc. Securities are offered through Principal Securities, Inc., 800 547-7754, Member SIPC and/or independent broker/dealers. Principal Life, Principal Funds Distributor, Inc., and Principal Securities are members of the Principal Financial Group®, Des Moines, IA50392.

© 2022, Principal Financial Services, Inc. Principal Asset ManagementSM is a trade name of Principal Global Investors, LLC. Principal®, Principal Financial Group®, Principal Asset Management, and Principal and the logomark design are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in various countries around the world and may be used only with the permission of Principal Financial Services, Inc.

2630597

■重要な情報

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、当資料中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。当資料中の情報は貴社の投資目的、特定なニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定なニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区内幸町一丁目1番1号 帝国ホテルタワー

お問合せ先：営業部 03-3519-7880(代表)/pgij.marketing@principal.com

ホームページ：https://www.principalglobal.jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第462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