

2023 Investment Outlook

2023年のグローバル市場見通し
及び経済動向



前書き

2022年9月、世界銀行が「今年、世界の多くの中央銀行が同時に利上げを行っているが、過去50年間には見られなかったものだ」と警告し、世界経済が直面するリスクを強調しました。今後の金融政策の道筋は、今後のインフレの道筋に大きく依存します。このような環境下で待ち受けている幅広いシナリオの可能性に対応するため、私たちは本レポートにおいて、より可能性が高いと考える基本シナリオと、その他のシナリオを用意しました。

基本シナリオ：

短期の見通し

現在、世界の経済成長は、トレンドを下回って減速する、景気サイクルの減速局面にあると考えられますが、この状況は短期的には継続するとみています。景気減速は、一部の国々においてより大きな打撃となるものの、世界的には緩やかな踊り場になると予想されます。

今後の道筋

インフレが緩やかになり、中央銀行による引き締めは、2023年1-3月期に一段落すると予想しています。これにより世界の成長率は、トレンドを下回って上昇する、回復局面へ向けて進展していくものと考えます。またそれが、次の経済・市場サイクル開始の引き金となり、リスク資産のアウトパフォームにつながると予想されます。

基本シナリオでは、インフレが緩やかになり、2023年央に中央銀行の引き締めが一旦停止すると予想しています。これにより、2023年後半に景気回復が見込まれます。

その他のシナリオ：

異なる道筋：インフレが高水準で長期化

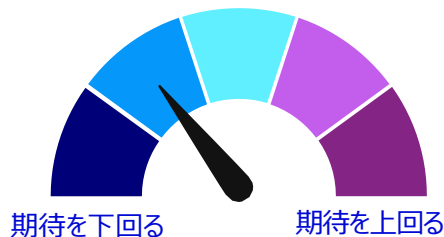
インフレが持続的に高止まりし、それにより各国中央銀行が金融引き締めをより長く続けざるを得なくなるというシナリオです。この場合、私たちの予想では、減速局面は基本シナリオで想定しているよりも長く続くこととなります。その結果、世界的な景気後退の可能性が高まり、成長率が悪化し、リスク資産への更なる痛みをもたらすと予想されます。

インフレ持続シナリオにおいては、長引くインフレにより中央銀行が金融引き締めを停止できないことから、景気の縮小局面が続くと予想しています。



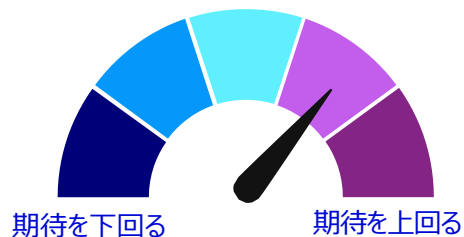
マクロ要因サマリー

各マクロ要因 vs. 市場期待



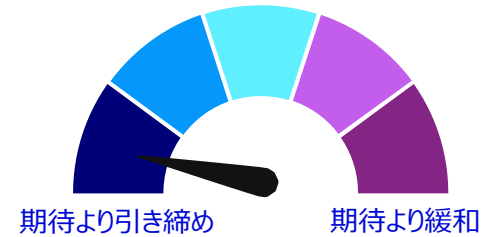
世界の成長率: 市場期待を下回ると予想

- **景気後退リスクの上昇。**米国と欧州の短期的な景気後退の可能性が高まっている
- **逆風の強まり。**世界的な金融引き締め、エネルギー価格の高騰、賃金上昇率を上回るインフレによる逆風が、成長の足かせとなっている
- **中国の成長は低水準に留まる可能性が高い。**直近の政策的支援や今後期待される政策対応はあるものの、中国は低成長が続くと予想



世界のインフレ率: 市場期待を上回ると予想

- **インフレは過熱しすぎている。**インフレ率は米国と欧州の中央銀行の目標値を大きく上回っており、積極的なタカ派的施策に拍車をかけている
- **2023年にはインフレがおさまっていく可能性が高い。**私たちは、短期的にはヘッドラインインフレ率が低下し、2023年には特に米国でインフレ率が低下すると予想している
- **複数要因が混在しているものの、インフレ軟化が示唆される。**労働市場のひっ迫は、インフレ上昇圧力が維持される方向に働くが、サプライチェーン圧力の緩和、エネルギー価格の安定、需要の冷え込みは、インフレ低下の方向に働く



世界各国の政策・金融情勢: 引き締めを予想

- **中央銀行の引き締め施策は2023年央に一段落すると見込まれる。**米国と欧州の中央銀行は、成長率の鈍化、インフレのピークアウトの兆候、金融環境の既に大幅な引き締まりの状況にもかかわらず、いまだ引き締めを進めている。これらの要因も最終的には転換し、2023年早期には政策金利の引き上げが一段落すると予想
- **景気後退のリスクは高まっている。**欧米の中央銀行による金融引き締めは行き過ぎとなる可能性が高く、これにより景気後退のリスクが高まり、市場のボラティリティが高水準に保たれる

資産クラスとマクロ局面

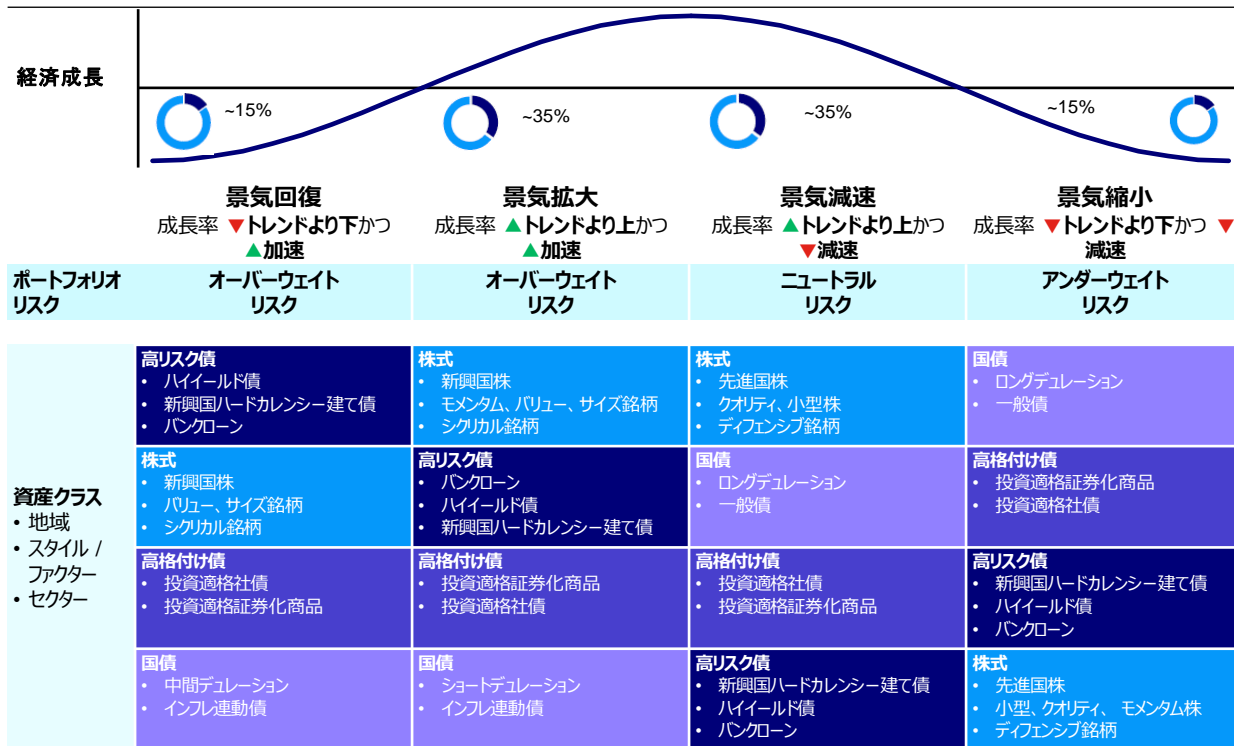
Invesco Investment Solutionsの戦術的資産配分

私たちの考え方:

- 資産価格は循環的であり、景気循環の異なるステージにおいて異なるリスクリターン特性を示す
- マクロ局面の識別のためのフォワード・ルッキングなアプローチは、投資家が資産配分を決定する際の指針となりうる。(投資家は、リスクを取ることへの見返りをいつ得られるか?それはどのような種類のリスクか?)

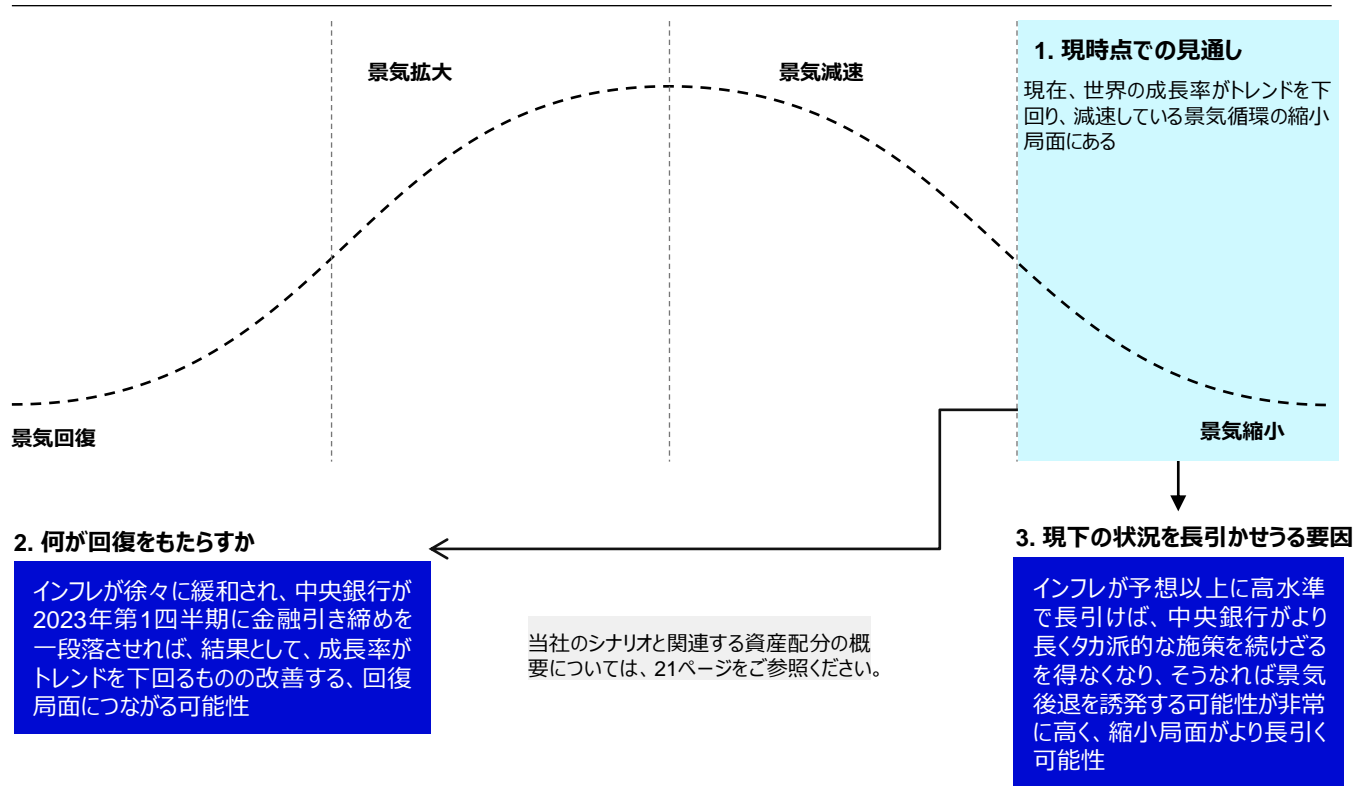
戦術的資産配分 (TAA) への規律あるアプローチにより、マクロ・市場環境の変化から生じる機会を活用しようとする投資家は、資産クラス、地域、スタイル、ファクター、およびセクター横断的なエクスポージャーをダイナミックに調整することが可能になる

例：成長率がトレンドより低く、減速している環境下では、投資家は多くの場合、ポートフォリオのリスク軽減により見返りを得ることができる



出所：Invesco Investment Solutions 例示的目的のみ。過去平均を表示。実績は、資産クラスのデュレーション、スプレッドのデュレーション、インフレ等によって、景気サイクル間の資産クラス間のリスクプレミアムの相対的なバランスによって、異なる場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

現時点で、私たちのモデルは縮小局面を示唆しているものの、回復に向かっていく可能性もある



その他のリスク要因

景気後退リスク

前例のない、同時期での金融引き締めは、世界的な景気後退のリスクを大幅に高めている。景気後退に対するせい弱性が低い国もあるものの、一般的には金融引き締めが行われている国々において、リスクは高まっていると考えられる。失業率の上昇、債務不履行、収益悪化の可能性が高まっており、世界的な景気後退の見通しは引き続き高い。しかし、各国中央銀行による金融引き締めが間もなく一段落すると予想されることから、そのリスクはまだ50%以下と考えられる。

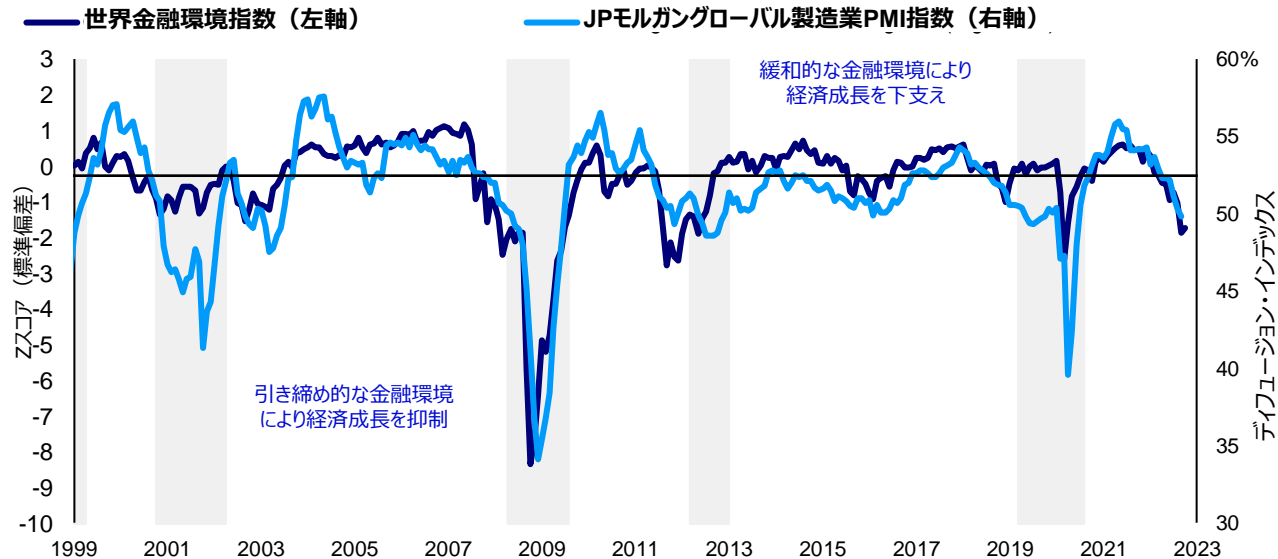
金融の不安定性

急激な政策金利の引き上げは、金融市場で大規模な事象を引き起こすため、各国中央銀行は、ファンダメンタルズと市場価格が乖離した場合、混乱をおさめるために介入する必要がある

出所：インベスコ 例示的目的のみ。

主要経済指標、金融環境は縮小局面を示唆

1999年以降の世界の金融情勢および製造業の動向



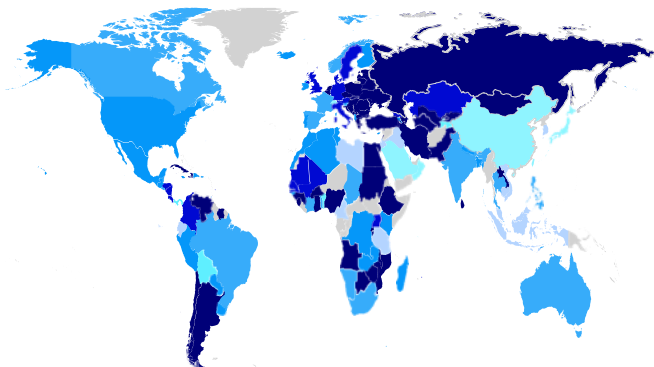
- 中央銀行の政策の影響を受ける引き締めの金融環境と、製造業の活動には、長期的に強い逆相関があることが分かっている。つまり、金融緩和は経済成長の追い風となり、金融引き締めは経済成長の逆風となる
- 金融引き締めが続く間、企業調査、製造業活動、建設セクターの動向は長期的に低下のトレンドをたどっている。リスクセンチメントは悪化を続け、株式市場のパフォーマンスは債券市場を下回り、信用スプレッドは再び拡大し、高水準を記録している。私たちは、このプロセスはさらに続き、成長期待の悪化を示唆すると考えている
- ただし、金融環境の縮小は、金融引き締めが一段落すれば、近い将来、回復に転じると見込む

出所：ブルームバーグ、Haver、インベスコ、2022年10月31日現在。Bloomberg Global Financial Conditions Indexは、米国、欧州、英国、日本以外のアジアの通貨、債券、株式市場における金融ストレスの全体的なレベルを追跡し、クレジットのアクセスとコストの評価に役立つもの。正の値は緩和的な金融環境を示し、負の値は金融危機以前の水準と比較してタイトな金融環境を示す。網掛け部分は、製造業活動の世界的な縮小期間を示す。インデックスに直接投資することはできません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

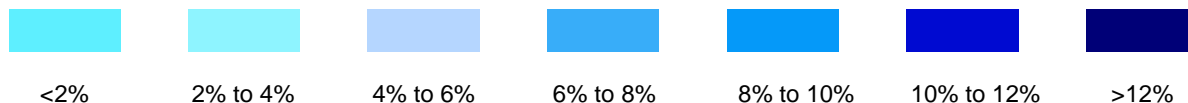
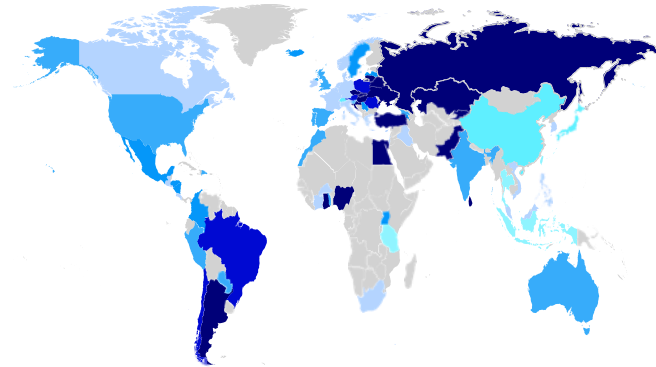
2022年の世界的な成長鈍化後も、多くの先進国でコアインフレ率は目標を持続的に上回って推移

- 複合的要因（金融・財政拡大、サプライチェーンの混乱、ロシア・ウクライナ紛争に関連したエネルギー市場の混乱）が重なり、多くの先進国でコアインフレ率が数年来の高水準に達している。
- 現在、高インフレに直面していない国は比較的少なく、中でも重要なのは中国、日本、その他の東アジア地域
- このため、欧米や新興国市場を中心にグローバルな金融引き締めサイクルが形成され、これは中国が緩和、日本が保留という東アジアの金融政策と対照的
- こうした金融政策の乖離や米連邦準備理事会（FRB）の比較的タカ派的な政策スタンスが、米ドル高を生み、世界的な金融環境の引き締めにつながっている

ヘッドラインCPI



コアCPI



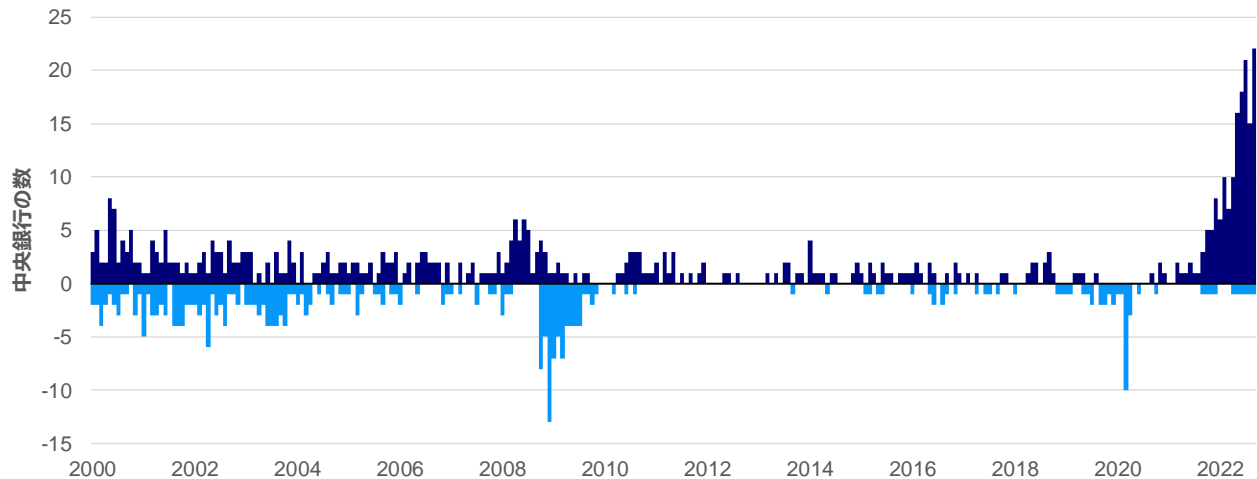
前年比変化

出所：マクロボンド、インベスコ、2022年10月。インフレ率の数値は各国の資料による。各国の最新データを掲載。

ほぼ全ての中央銀行が緩和政策を取った2020年とは対照的に、 ほぼ全ての中央銀行が政策金利の引き上げを通じて引き締め政策を実施

多くの中央銀行が積極的な引き締め政策を実施

■ 0.5%以上の利上げを実施 ■ 0.5%以上の利下げを実施



- 2020年、2021年と世界中で実施された、金融・財政政策の異常な緩和対応を経て、現在インフレ率は、ほとんどの国で、幅広く目標を大幅に上回っている
- この同期的な引き締めの主な例外は、中国（緩和政策を取っている）と日本
- 今後もこの金融引き締めは中期的に継続されると考えられるが、欧州と英国では比較的抑制的に実施されると予想。

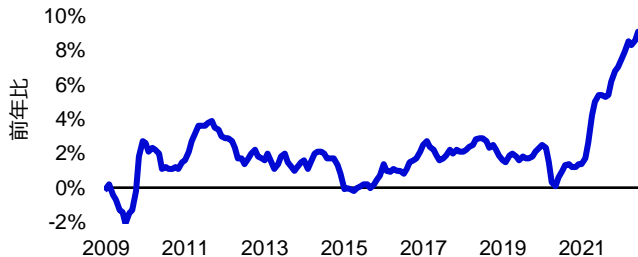
注記：主要な38の中央銀行のうち、中央銀行の数。利上げ・利下げを行った中央銀行の数は、1か月ローリングで算出。

出所：マクロポンド、国際決済銀行、2022年9月30日。

米国では高インフレが金融引き締めを引き金に 伝統的な景気循環指標からは警告サインが読み取れる

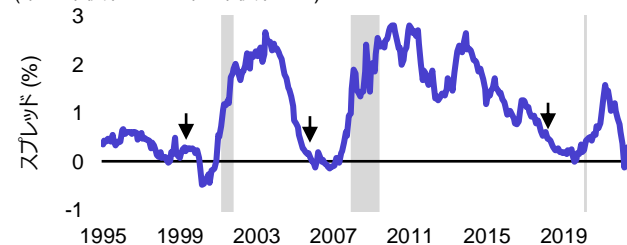
- 米国では、ヘッドラインインフレ率とコアインフレ率が、ともに2022年を通して目標値の2%を上回って推移しており、これがFRBによる引き締めサイクル開始（2022年3月より）の背景となった
- 金融引き締めにより、最終的に米国のインフレ率は目標値2%に向かって低下していくと予想されるが、それでもしばらくの間、インフレ率は目標値を上回って推移する可能性が高い

米消費者物価指数

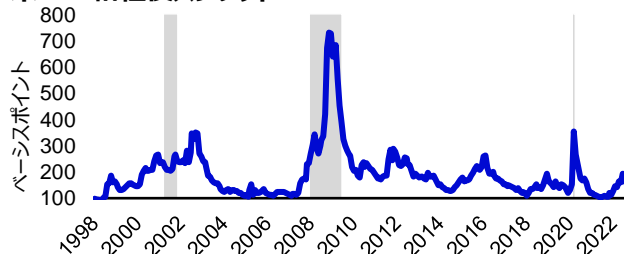


米国債イールドカーブ

(米10年債利回り - 米2年債利回り)

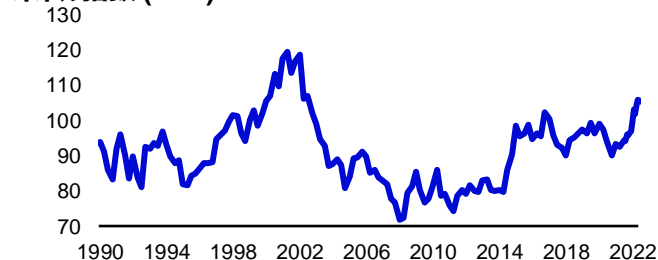


米BBB格社債スプレッド



網掛け部分は景気後退期

米ドル指数 (DXY)



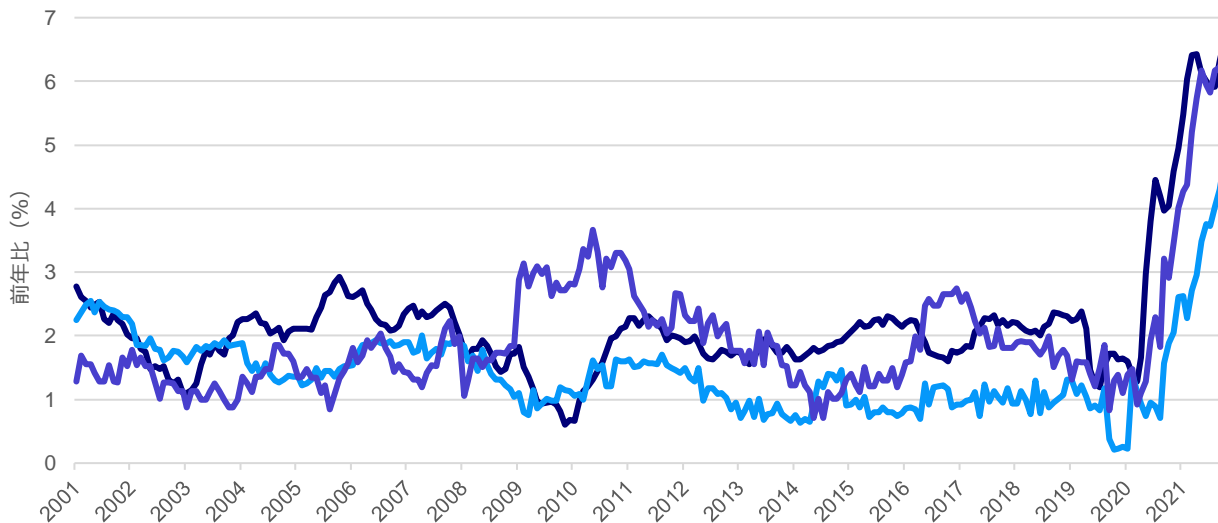
出所：米国労働省労働統計局、2022年7月31日現在、およびブルームバーグ、2022年8月12日現在。BBBスプレッドは、ブルームバーグ米国社債インデックスのオプション調整後スプレッドで表される。オプション調整後スプレッド（OAS）とは、債券利回りとリスクフリーレートとのスプレッドの測定値を、コールバックや早期償還などの組み込みオプションを考慮して調整したものの。指数の定義については、付録を参照。イールドカーブは、将来の金利変動や経済活動を予測するため、信用度は同格だが満期日の異なる債券の一定時点の金利をプロットしたもの。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

ロシア・ウクライナ紛争に起因するエネルギー供給ショックにより、ユーロ圏・英国の金融引き締めは、米国に比べて抑制的となる可能性が高い

- 2022年のエネルギーインフレ率は、ロシア・ウクライナ紛争により、エネルギー純輸出国の米国に比べ、ユーロ圏（EZ）と英国で大幅に上昇
- いまだ、旺盛な需要、パンデミック（世界的な大流行）時の大規模な財政・金融出動、その後の労働市場のひっ迫により、エネルギー価格主導のヘッドラインインフレ率は、英国とユーロ圏のコアCPIを押し上げている。加えて、各国政府はエネルギー価格に上限を設け、消費者・企業への補助を行っており、需要と長期的なインフレ圧力が維持される可能性が高い。従って、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）は、引き締め政策を継続すると予想される
- ただし、ECB、BOEは、エネルギー価格の上昇が制御不可能な供給ショックであり、これが実質所得や消費に打撃を与え、成長とインフレを抑制すると考えている。従って、ECB、BOEによる金融引き締めは、FRBほど積極的ではない引き締めとなる可能性が高い

地域別コアCPI

— 米国 — ユーロ圏 — 英国

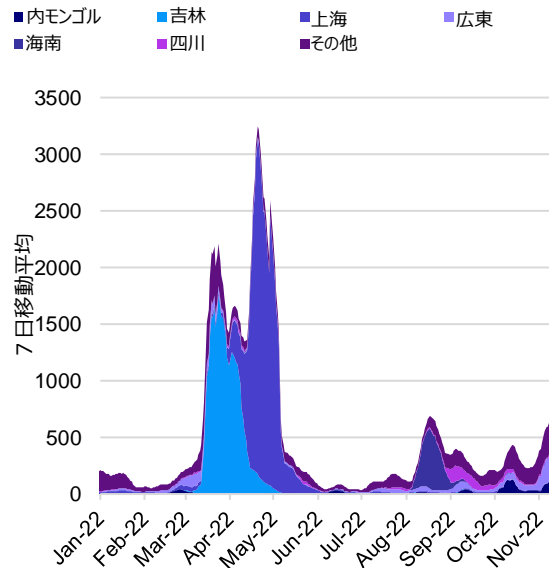


出所：マクロポンド、インベスコ、2022年9月30日。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

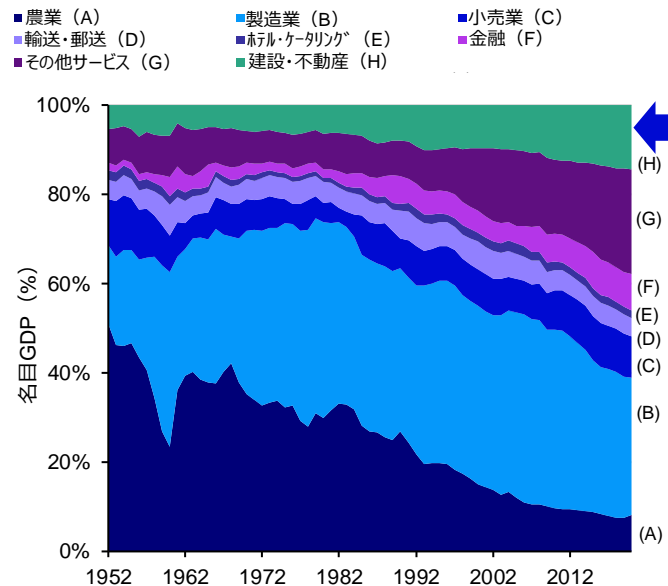
中国の不動産市場と新型コロナウイルスの問題が2023年の動向を左右する見込み

直近で緩和政策を取っているものの、中国の成長見通しは不透明

中国：新型コロナウイルス新規感染者数の推移



中国GDPの産業別内訳



- 私たちの2023年の中国見通しは、不動産市場の安定と、厳格なゼロコロナ政策からの経済再開を前提としている
- 私たちの見通しでは、不動産市場の成長は横ばい、経済は2023年第2四半期から徐々に再開を想定し、GDP成長率は5%前後、国内企業の利益成長率は15%前後と見込んでいる
- 2023年前半は、輸出環境の悪化と国内家計消費の低迷により下振れリスクがあるが、後半は、経済再開により見通しは大幅に改善すると予想

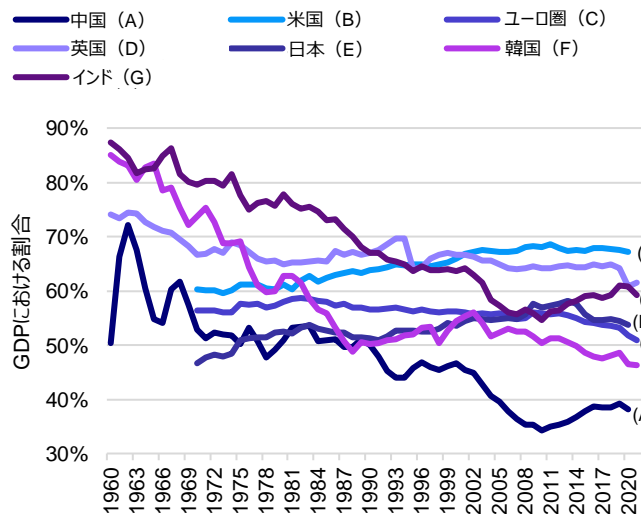
左グラフ出所：DXY (Lilac Garden Family Clinics)、China National Health Commission。2022年10月18日現在

右グラフ出所：China National Bureau of Statistics (NBS)。2020年時点のデータ

自給自足を目指す中国の政治経済の変化

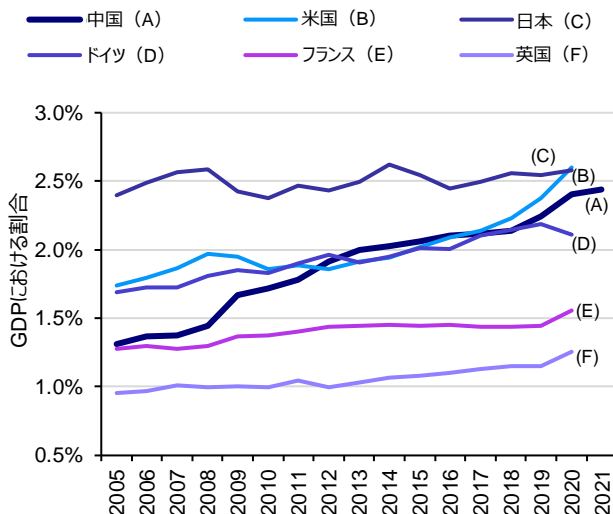
国家安全保障と技術自給が最重要課題に

家計消費の占める割合は他の国よりおおむね低い



研究開発費

中国と主要先進国との比較



- 中国の政治経済は進化している。政策当局が投資支出による成長を優先させた時代は過ぎ去った
- 政策当局は、国家安全保障と技術自給に重点を置いた、国家主導の発展モデルを追求している。実際、中国の研究開発費の約20%は、政府による支出
- 優先順位は、長期的な成長を促進する国内消費とサプライチェーンの強化に移行した。私たちが選好するのは、EV、代替エネルギー、ハードテック、地場消費者ブランドなど、政策的支援を受けるセクター

左グラフ出所：世界銀行World Development Indicators、マクロボンド、インベスコ。2021年時点のデータ

右グラフ出所：CEIC、インベスコ。2021年時点のデータ

米ドル高と新興国での金融引き締めにより、新興国のリスク資産への圧力は継続するが、その程度は国によって異なる

米ドル指数(DXY) とS&P500/MSCI新興国株式指数パフォーマンス(x)



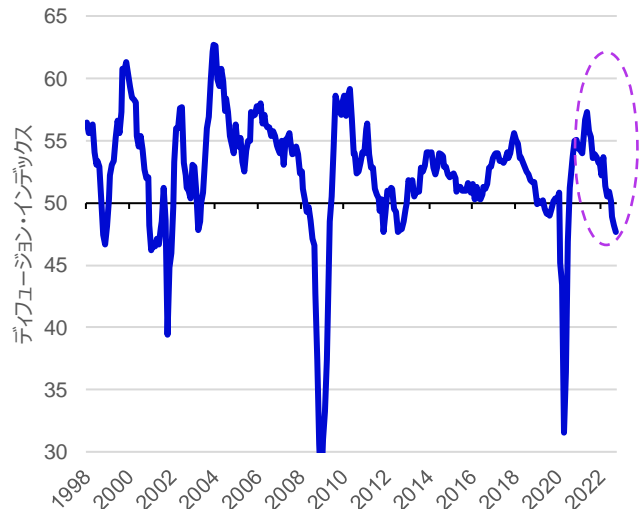
- 新興国経済は2つの局面で戦いに直面している
- 1つ目は、新興国では米国より早く、かつ強力な利上げが行われたにもかかわらず、インフレが依然として大きな問題であること。特にロシア・ウクライナ紛争に地理的に近い新興国では、インフレ率が目標値を上回っている
- 2つ目は、米ドル高がインフレを輸出し、クロスボーダーの与信がほとんどドル建てである新興国への資金フローを減少させたこと
- 米ドルのバリュエーションは割高のようにみえ、米FRBが利上げを止めるとされる時期には米ドルの下落が予想される。米ドルが下落に転じれば、新興国資産が恩恵を受けると予想される。

出所：マクロボンド、インベスコ、2022年10月31日。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

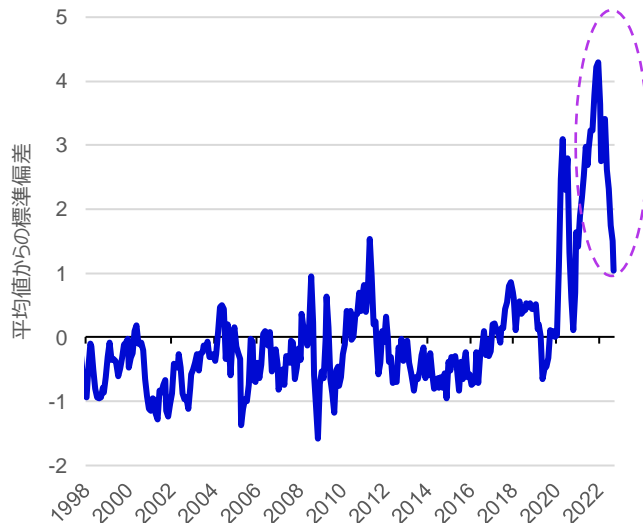
主要中央銀行による引き締め政策は、早ければ2022年10-12月期にも一段落する 可能

需要面、供給面の指標がともにインフレ圧力の低下を示唆

需要面：世界の製造業新規受注



供給面：グローバル・サプライチェーン・プレッシャー・インデックス

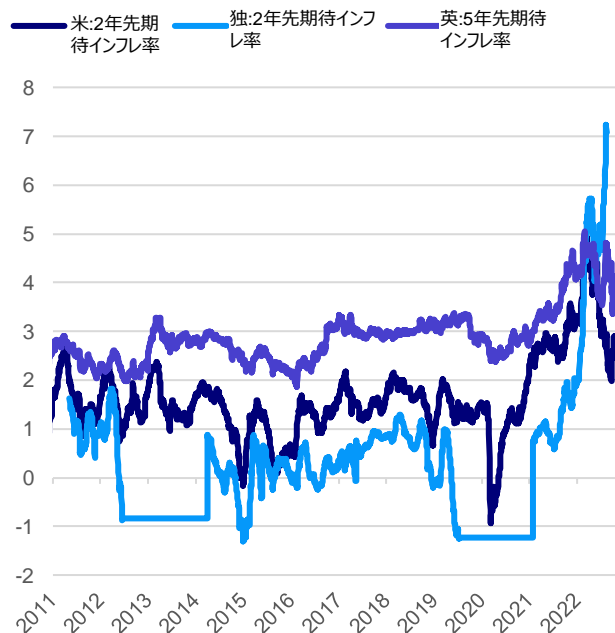


- 2023年にはインフレが緩和され、同年1-3月期に中央銀行が利上げを一段落させることにより、成長率がトレンドを下回って上昇する、回復局面に入ると予想
- デスインフレが早期に顕在化する可能性もあり、早ければ2022年末までに中央銀行のタカ派的な政策が一服する可能性もある。多くの主要国で需要は既に減速しており、供給側の課題も急速に改善しつつある。これらのデスインフレ要因が、回復局面の早期実現を後押しする可能性があり、その場合、次の経済・市場サイクルの開始が早まり、結果としてリスク資産のアウトパフォーマンスを実現しうる

出所：ブルームバーグ、マクロボンド、スタンダード&プアーズ、ニューヨーク連邦準備銀行、2022年9月30日現在

ただし、インフレはより長引く可能性があり、その場合はよりタカ派的な政策対応を要する

期待インフレ率が目標を上回っているため、金融緩和が遅れる可能性 (%)



注記：グラフはブレイクイーン・インフレ率。
出所：ブルームバーグ、インベスコ、2022年11月1日現在。

インフレの促進要因

- 求人数は依然として多く、賃金上昇の余地があることを示唆
- 典型的に、より持続的なインフレとなる、サービス業へのインフレ拡大がみられる
- 直近の引き締め政策にもかかわらず、個人消費は堅調に推移
- 米国企業のバランスシートは健全なため、更に借入れを行い、需要の拡大を長期化させる可能性が示唆される
- 欧州でもエネルギー価格の高騰が、物価、賃金、コアインフレ、インフレ期待を押し上げている

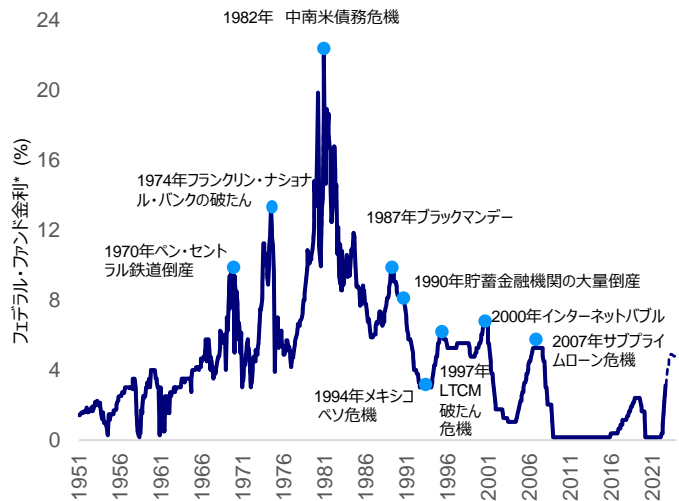
- 私たちが考慮しなければならないのは、高インフレがより長く続くという可能性である。債券市場のインフレ期待は現在のインフレ指標を下回っているが、過去の平均値や中央銀行のインフレ目標値を大幅に上回っている
- インフレ率の高止まりは、基本シナリオで想定したインフレ率が低下し始める場合よりも、主要な中央銀行がより長く金利を維持することを意味する
- インフレ率の上昇と政策のさらなる引き締めは、引き締め政策が基本シナリオで想定したよりも長く続くことを意味する。
- 中央銀行の引き締め政策による金融環境の悪化と景気後退のリスクの増大は、リスク資産の痛みを増大させる可能性がある

今後の見通しに関するその他のリスク要因

金融面でのリスクと地政学リスク

金融面でのリスク

金融危機は金融引き締め局面で発生しやすい



*1954年7月以前の数値は、実効米国FF金利。

出所：Palisade Research, Bank of America 破線は、米国FF金利先物による市場予想に基づくFF金利の予想経路を示す。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

中央銀行が積極的な引き締めを行うと、金融危機のリスクは高まる。直近では、英国で、拡張的な財政政策が市場から拒否され、イングランド銀行が一転して再び量的緩和による支援を余儀なくされたことがその例

このような金融危機のリスクが高まると、中央銀行はより迅速に緩和体制に転換せねばならず、これにより回復局面への移行が加速する可能性がある

地政学リスク

ロシア・ウクライナ紛争の影響で地政学的リスクが注目されているが、世界市場にはまだそれほど顧みられていない大きなテールリスクがある

核兵器のリスク

いわゆるダーティー・ボムや戦術的核兵器使用に対する恐怖が高まっており、それらを使用すれば、安全への重大な脅威となることは間違いない。ロシアがそれらを使用すれば、欧米の直接的な報復にあう可能性がある一方で、戦果はほとんど挙げられないとみられることから、私たちはこれを、投資に関する何らかの後押し要因ではなく、注視すべきリスクととらえている

台湾をめぐる緊張関係

台湾を中国に統一する試みが加速するとの懸念も広がっているが、私たちは、これも中心的な投資テーマではなく、リスクととらえている。独立の動きがない限り、緊張は続くものの、エスカレートはしないだろう

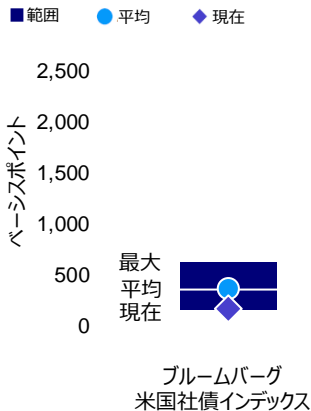
株式より債券、特にハイ・クオリティ銘柄を選好

成長率がさらに低下する可能性があり、その場合、より債券投資の魅力が増すため、私たちのポートフォリオでは、株式のアンダーウェイトを継続している。現在債券は、投資適格社債が5-6%、ハイイールド債が8-9%と魅力的な利回りとなっている

過去の縮小局面では、同程度のデフレーションの場合、ハイイールド債はよりハイ・クオリティな債券と比べてパフォーマンスが悪いことが多いため、私たちのポートフォリオでは、ハイイールド債をアンダーウエイトしている。ハイイールド債のспレッドは約5.5%に再び拡大したが、平均的な景気後退局面ではспレッドは7-8%まで拡大する（20%まで拡大した2008年の世界金融危機を除く）ため、私たちはアンダーウエイトを維持し、エクスポージャーを拡大する前に、さらなるспレッドの拡大を待ち受けることとしている

景気後退期には、ブルームバーグ米国社債インデックスとブルームバーグ米国ハイイールド社債インデックスのспレッドが拡大 (最高/最低/平均値と直近の値との比較)

投資適格社債クレジットспレッド (1988 -2022.9)

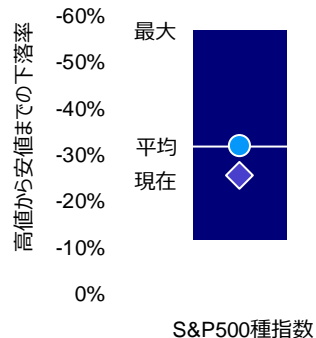


ハイイールド債クレジットспレッド (1993 -2022.9)



景気後退期におけるS&P500種指数のパフォーマンス (最高/最低/平均値と直近の値との比較)

株式 (1957 -2022.9)



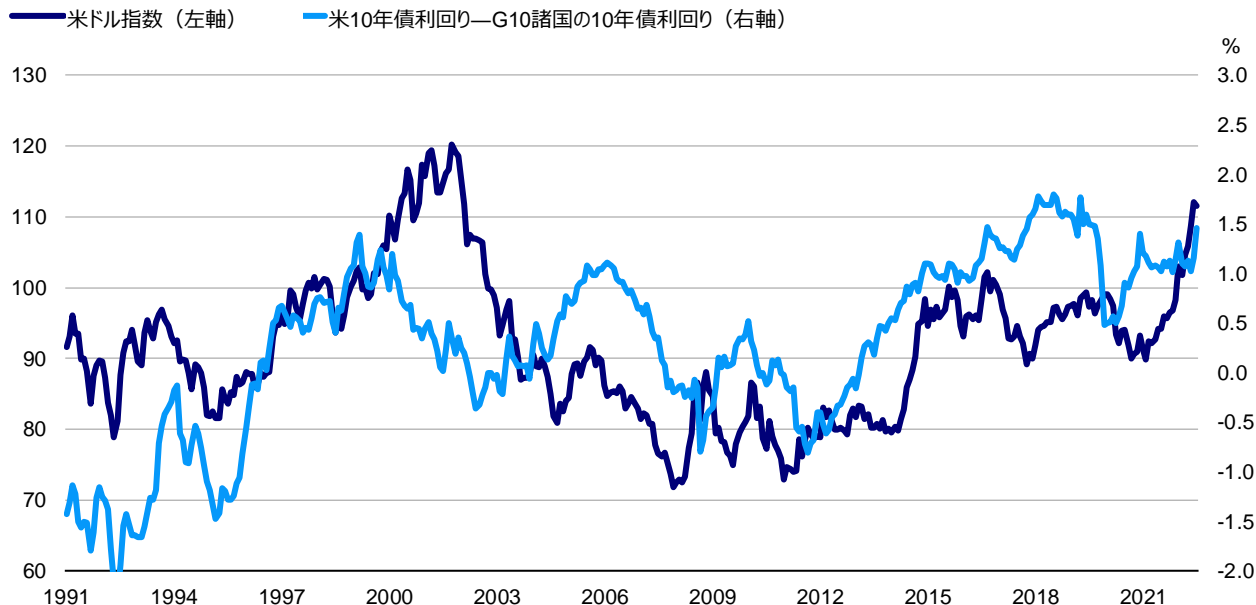
出所：ブルームバーグ、2022年9月30日現在。National Bureau of Economic Researchが定義する景気後退日付(1957年8月-1958年4月、1960年4月-1961年2月、1969年12月-1970年11月、1973年11月-1975年3月、1980年1月-1980年7月、1981年7月-1982年11月、1990年7月-1991年3月、2001年3月-2001年11月、2007年12月-2009年6月、2020年2月-4月) に基づく。S&P500種指数は、米国内最大級の株式500銘柄からなる時価総額加重型の指数。ブルームバーグ米国社債インデックスは、投資適格、固定金利、課税対象の社債市場の指標。ブルームバーグ米国社債ハイイールド債券インデックスは、米ドル建ての高利回り固定利付債の市場の指標。ムーディーズ、フィッチ、S&Pの中間格付けがBa1/BB+/BB+以下の証券は、ハイイールドに分類される。インデックスは、投資家が直接購入することはできません。過去の実績は、将来の結果を保証するものではありません。クレジットспレッドとは、満期が同じでも信用度が異なる債券の利回り差。ベースポイントは1%の100分の1。

米国と世界の金利差拡大にも後押しされ、米ドル高が継続

米ドルは非常に堅調に推移している。その要因の一つは、米国とその他諸国の金利差拡大にある

FRBが引き締めサイクルの休止を示唆し、景気回復が始まれば、米ドル高のサイクルは終了すると予想される。欧州と英国が現在様々な課題に直面していることから、米ドル高は落ち着いても、大幅なドル安にはならないと予想

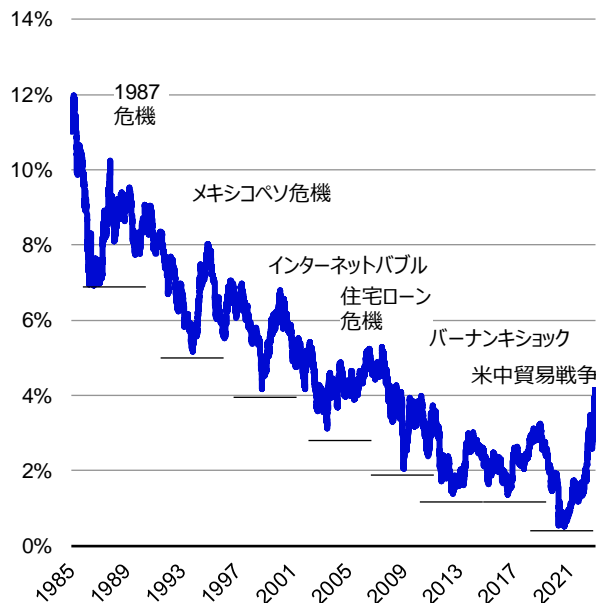
主要国との金利差と米ドルの推移



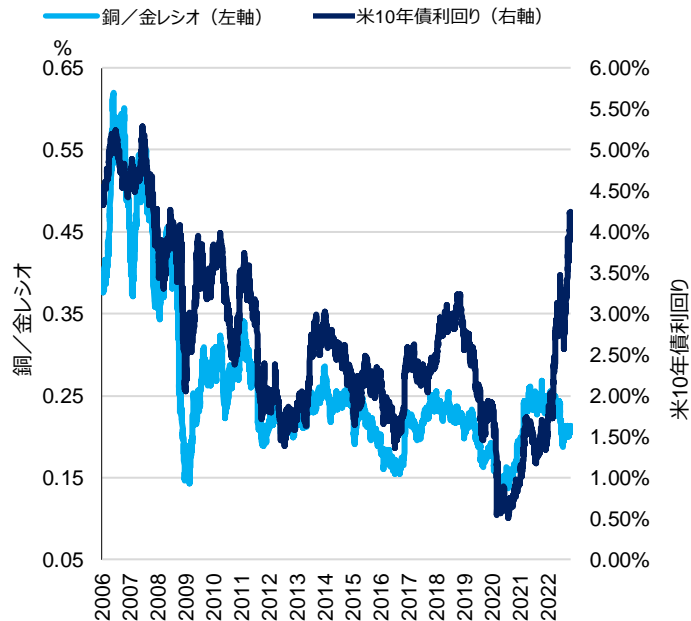
出所：ブルームバーグ、インベスコ、2022年10月31日現在。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

過去30年以上にわたり、ベンチマーク金利は急上昇後、低下 先行経済指標は、同利回りの低下を示唆

米10年債利回り



米10年債利回りと銅／金レシオ



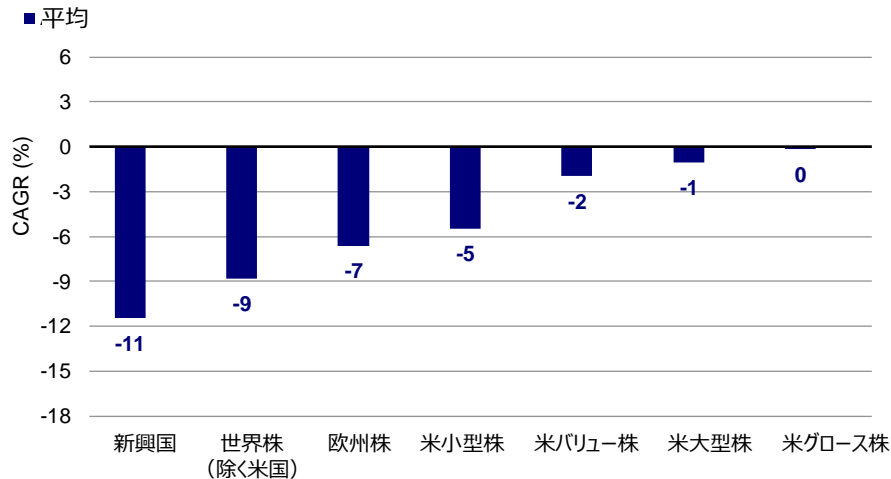
長期債は、景気サイクルの縮小局面で相対的に良好なパフォーマンスを示す傾向

- 過去40年間、金利の急上昇は世界経済に大きな影響を与えてきており、今回も同様と考えられる。その都度、金利は上昇後に低下している
- 銅／金レシオは、経済活動を反映して低下しているが、それにもかかわらず、金利は高止まりしている。過去において、このような乖離は長くは続かなかった

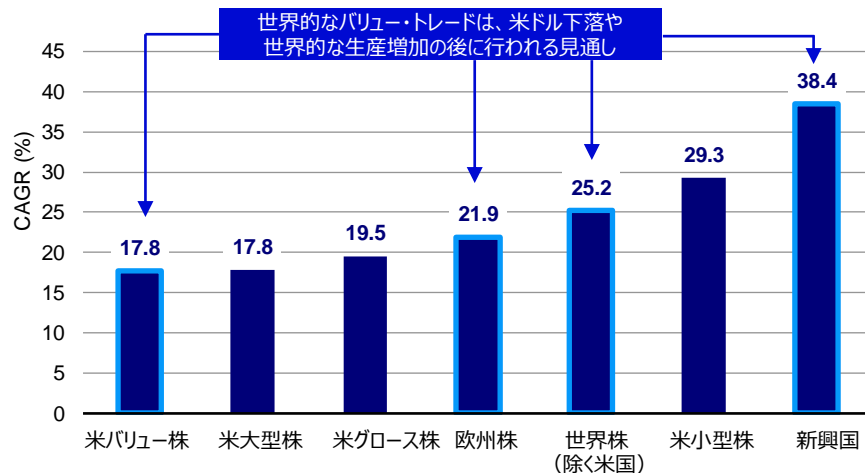
出所：ブルームバーグ、インベスコ、2022年10月31日現在。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

製造業の世界的な後退期に、新興国株や欧州株は通常苦戦するのに対し、米国株は良好なパフォーマンス

1998年以降の製造業活動の世界的な下降期における各国株式のパフォーマンス



1998年以降の製造業活動の世界的な上昇期における各国株式のパフォーマンス



出所：ブルームバーグ、インベスコ、2022年2月28日現在。注：新興国株＝MSCIエマージング・マーケット・インデックス。国際的＝MSCI ACWI ex USA。米国グロース株＝ラッセル1000グロース株インデックス。欧州株＝MSCI欧州インデックス。米国大型株＝S&P500種指数。米国小型株＝ラッセル2000インデックス。米国バリュー株＝ラッセル1000バリュー株インデックス。プライスリターンは米ドル建て。インデックスに直接投資することはできません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

今後についてのシナリオと、関連する資産配分について (オーバーウェイトを推奨する資産)

今後の道筋

現在

短期的な見通し

基本シナリオ

短期的な見通し
景気減速

引き締め政策の
停止
景気回復
2023年
1-3月期

テールリスク・シナリオ

インフレの高止まり
景気減速
2023年

今後の道筋については、P5をご覧ください。

現時点

景気縮小

今後の道筋

景気回復

ポートフォリオ・スタンス	ベンチマーク対比でリスク資産をアンダーウェイト。ほとんどの資産クラスで弱含みとなる可能性があり、困難な投資環境が予想される。債券に比べ株式をアンダーウェイトし、ディフェンシブ、クオリティ、低ボラティリティに重点を置く。ハイイールド債をアンダーウェイトし、国債とデュレションをオーバーウェイト。また米ドルをオーバーウェイト。					ベンチマーク対比でリスク資産をオーバーウェイト。債券利回りの上昇、より緩和的な金融政策、世界的なリスク選好の高まりを背景に、成長の再加速が期待される。ハイイールド債、社債、高バリュエーション地域、シクリカルなセクターをオーバーウェイト。デュレションをアンダーウェイト。				
株式 国・地域	先進国 新興国に対し オーバーウェイト	ニュートラル 米国/先進国 (除く米国)				米国を除く 先進国 米国に対し オーバーウェイト	新興国 先進国に対し オーバーウェイト			
株式 (セクター/ ファクター)	大型株	クオリティ	ローボラ ティティ	生活必需品	ヘルスケア	中小型株	金融	バリュエーション	資本財・サービス	
債券	投資適格社債 ハイイールド 社債に対し オーバーウェイト	デュレション をオーバーウェイト	一般債 インフレ連動債 に対しオーバーウェイト			デュレション を中立	ハイイールド社債 投資適格社債 に対し オーバーウェイト	社債 国債に対し オーバーウェイト		
コモディティ/ オルタナティブ資産	コア不動産 インフラストラク チャー	ダイレクト・レン ディング	エネルギー			セカンド・リン プライベート・ クレジット	ラージ・バイアウト			
通貨	米ドル	ユーロ	英ポンド			カナダドル	オーストラリア ドル	ブラジル レアル		

出所：インベスコ。図表上の資産は、インベスコが選好する資産を表示。分散投資は、利益を保障するものでも、損失のリスクを排除するものでもありません。

当面の債券関連投資テーマ

グローバル・デレーション: オーバーウエイト

- 中央銀行による政策金利の引き上げは、現在、市場に織り込み済みと思われる。実質利回りは大幅に上昇し、バリュエを提供していると考えられる
- 金利が低下した場合、デレーションは景気後退時にポートフォリオを保護する一助となる可能性

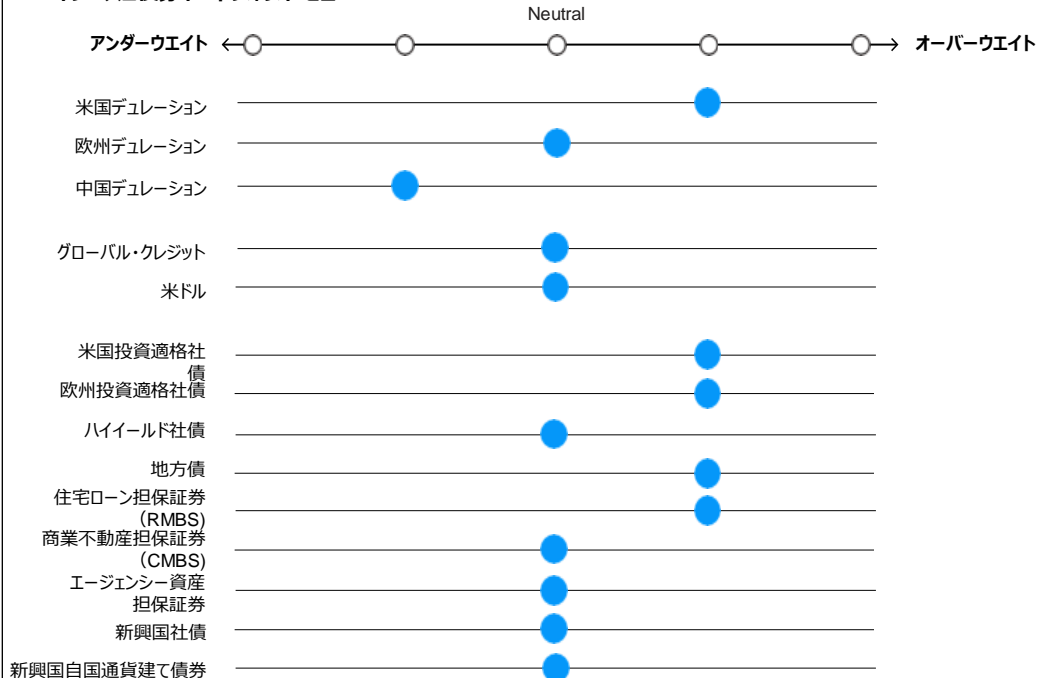
米ドル: ニュートラル

- 米国の金融引き締め政策は、特にユーロと円に対して、米ドル高を後押しすると考えられる
- コモディティ価格の高騰は、他の先進国や一部の新興国通貨高を後押しすると考えられる
- 他方、米ドルのバリュエーションは割高となっているように見えるため、FRBが政策金利の引き上げを停止した場合は、米ドル下落が予想される

グローバル・クレジット: ニュートラル

- グローバル・クレジットのバリュエーションは直近の四半期で改善したが、今後の経済成長率の鈍化がファンダメンタルズをやや圧迫する可能性
- 金融政策・金融環境の引き締めにより、今後ボラティリティが高まる可能性
- 私たちは、現在のリスク・リターンのバランスをみると、クレジット投資にはより慎重なスタンスを取った方が良く考えている。私たちのポートフォリオでは、固有の投資機会、銘柄選択、および市場のプルバック局面での買い等を通じてバリュエの向上を目指す
- 私たちは、ハイ・クオリティ債のオールイン・イールドが魅力的に見え、景気後退局面でもデフォルト損失のリスクが低いと考えられることから、ハイイールド債よりもハイ・クオリティ債を選好

インベスコ債券ポートフォリオ・ビュー



出所: Invesco Fixed Income これらの見解が実現する保証はありません。

当面のオルタナティブ投資テーマ

プライベート・マーケット

- プライベート・マーケットは、プライベート・エクイティによる成長促進、ダイレクト・レンディングによる収益確保、実物資産による分散など、投資家の目的に応じたポートフォリオ分散の手段として使用可能な見込み
- インフレの高止まり、金利上昇、信用スプレッドの拡大、株式市場のボラティリティの高さなど、投資家は多くのマクロ経済面での課題と同時に直面している。こうした状況は、現在の高水準で上昇するボラティリティにより牽引される、あまり望ましくない局面シグナルの中でも、最も明確に表れている兆候
- このような困難な状況と、プライベート・マーケットに関して入手しうる最新のデータからすると、私たちのフレームワークでは、歴史的にはおおむね整合的であったファンダメンタルズとバリュエーションの相関からみて、堅調だが弱含んでいるファンダメンタルズに鑑み、あらゆる資産は現在ニュートラルであるとの結論となる
- プライベート・クレジットは、パブリック・アセットに比べスプレッドがよく持ちこたえており、魅力的なバリュエーション評価につながっている。ファンダメンタルズについては、借入条件の厳格化が明らかとなり、インタレスト・カバレッジ・レシオにマイナスに影響すると予想されるものの、これはまだデータに反映されていないため、ニュートラルとした
- 信用スプレッドが高水準なものの低下する回復局面に移行した場合、リスクとシクリカルを重視するプライベート・アセットのパフォーマンスが低下することが予想される

実物資産

- 不動産の資金調達環境は、特に米国における最近の急激な金利上昇の影響を受けている。資本フロー、プライシング、ファンダメンタルズへの完全な影響は、タイムラグがあるため、まだ完全には表れていない
- 今後、不動産投資家は、マクロ経済要因がより広範なGDP成長率見通しに与える影響、特に、さまざまなベンチマーク債券指標を通じて、非常に魅力的な水準から低下しつつある、キャップレートの動きにどのように反映されるかに注目している
- 現在のバリュエーションは、現在の市場均衡価格を反映していないと考えられるが、私たちは、不動産の長期的かつ継続的な推進力を楽観的にみており、ボラティリティの中で機会をうかがいつつ、ディフェンシブなアプローチを取っている

出所：Invesco Investment Solutions これらの見解が実現する保証はありません。

*現在の市場環境とデータのラグ効果に鑑み、プライベート・クレジットのファンダメンタルズをニュートラルに格下げ

現在の環境

資産クラス	全体	バリュエーション	ファンダメンタルズ	レジーム
プライベート・クレジット	ニュートラル	魅力度の高い	ニュートラル*	魅力度の低い
プライベート・エクイティ	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル	魅力度の低い
不動産	ニュートラル	ニュートラル	魅力度の高い	魅力度の低い

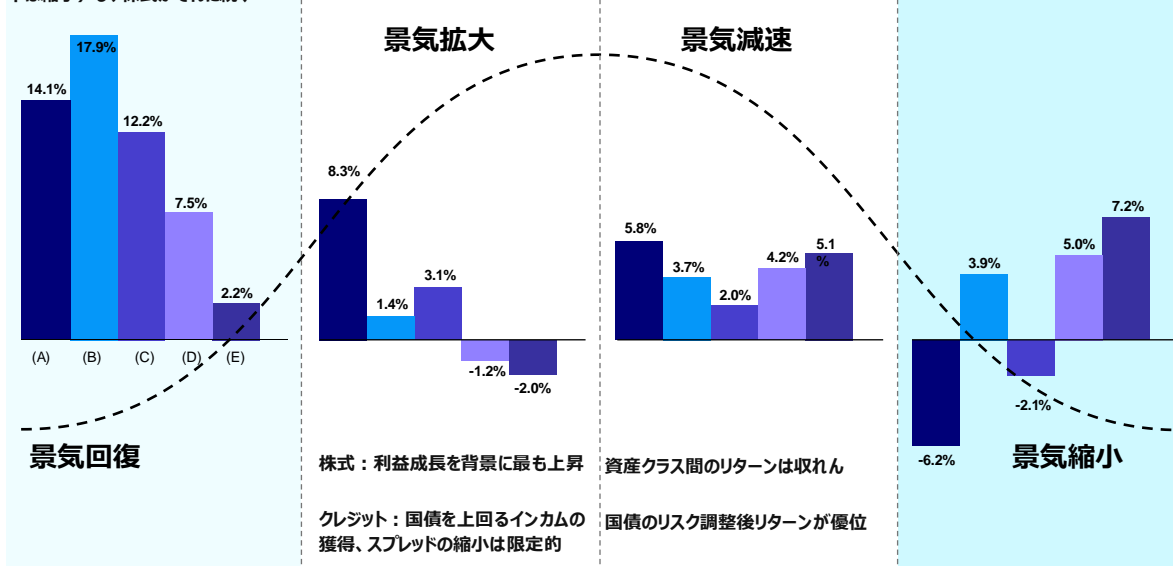
株式とクレジット資産は景気縮小局面に悪化し、回復局面には改善する傾向に ディフェンシブ資産への投資が増えるため、デュレーション・リスクへのリターンが増大

- 国債や安全資産とみなされる資産は景気の縮小局面でアウトパフォームする傾向にある。このような局面では、業績の悪化やクレジットスプレッドの拡大により、株式やクレジット資産が弱含む。金利がピークアウトし低下し始めると予想されるため、ロングデュレーションの資産が有利となる。リスク資産よりも、ハイ・クオリティでディフェンシブな資産が選好される
- ハイリスクのクレジット資産は、予想されたデフォルトの可能性が低くなるにつれ、回復傾向にある。貸出基準が緩和され、また成長見通しが楽観的で、スプレッド縮小の可能性がある場合、ハイイールド社債やバンクローンは、そのリスクプロファイルに比して有利なリターンを提供する傾向がある。バリュー株や小型株といったシクリカル株も、景気回復に伴いアウトパフォームする傾向に

グローバルな景気サイクル：各資産クラスの過去の超過リターン

■ (A) 株式 ■ (B) ハイイールド債 ■ (C) バンクローン ■ (D) 投資適格社債 ■ (E) 国債

クレジット資産が最も上昇（スプレッドは縮小）し、株式がそれに続く



出所：Invesco Investment Solutionsのグローバル景気サイクル、ブルームバーグ・インデックスのリターン。

注記：インデックスのリターンは過去に検証されたデータを含む。リターンは将来のパフォーマンスを保証するものではありません。1973年1月から2021年12月まで、または資産クラスの開始以降の、定義されたリスクプレミアムの年次月次リターン。一部利用可能な最新データを含む。資産クラスの超過リターンは次のように定義：株式= MSCI ACWI-米財務省短期証券3カ月、ハイイールド債= Bloomberg Barclays HY-米財務省短期証券3カ月、バンクローンは Credit Suisseレバレッジドローンインデックス-米財務省短期証券3カ月、投資適格社債= Bloomberg Barclays US Corporate-米財務省短期証券3カ月、国債=米国債7-10年-米財務省短期証券3カ月。例示的説明のみ。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。

Invesco Solutions モデル・ポートフォリオ

基本シナリオにおける戦術的資産配分

ポートフォリオ全体へのアドバイスを求める投資家に向けて、インベスコ・ソリューションズは、独自のマクロモデルから導き出したウェイトを用いて、モデル・ポートフォリオを構築

景気縮小:

リスク選好度はディフェンシブ: 株式を有意にアンダーウェイトし、ディフェンシブ・セクターを増やす。金利低下を見込んで、デュレーション・リスクをオーバーウェイト、クレジット資産をアンダーウェイトする。ボラティリティの上昇と資産クラス間のリターンの高位の分散を見込む

株式: 新興国株よりも先進国株を選好し、クオリティ銘柄と大型株にバイアスをかける。金利がピークアウトし、成長が鈍化すれば、ファクター／スタイルについてよりディフェンシブなエクスポージャーを選好

債券: デュレーション・リスクをオーバーウェイトし、クレジット・リスクをアンダーウェイトする。景気の縮小局面では、特にロー・クオリティのセグメントでクレジットスプレッドの拡大を予想

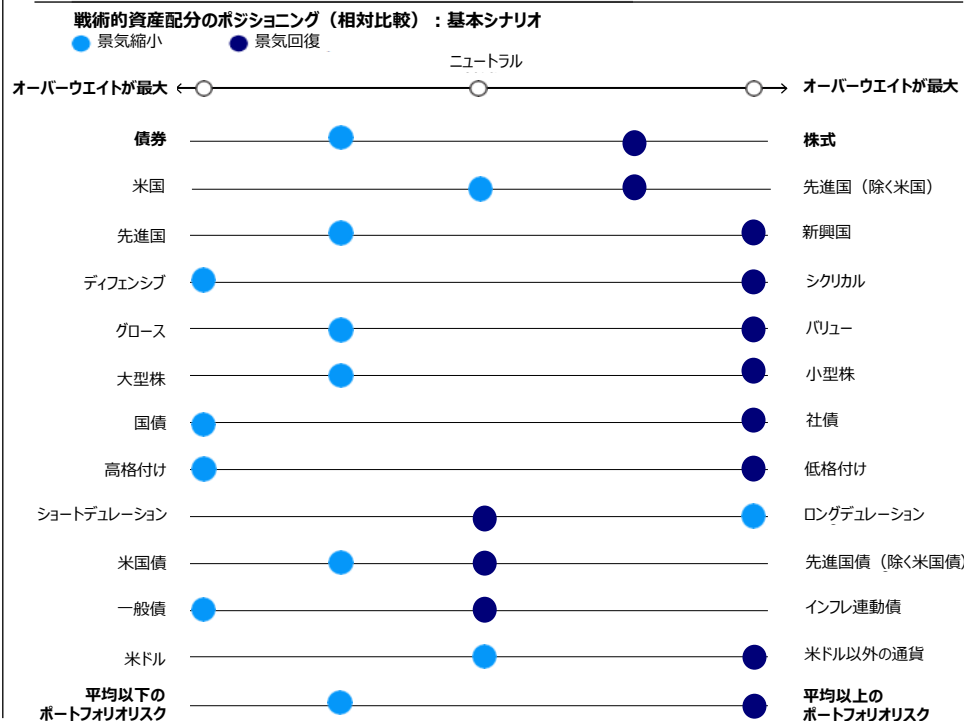
為替: 対主要通貨（ユーロ、英ポンド、日本円）での米ドルはニュートラル

景気回復:

平均以上のリスクスタンス: 株式を大幅にオーバーウェイトし、シクリカルセクターへ傾斜させる。デュレーション・リスクを中立とし、クレジットをオーバーウェイトする。金利は安定的または緩やかに上昇し、クレジットのスプレッドは低下すると予想。ボラティリティは高く、資産クラス間のリターンの分散は低いと予想

株式: バリュー株と小型株へのバイアスを考慮し、中東・アフリカの株式を選好。金利上昇と成長加速により、よりシクリカルなファクター／スタイルへのエクスポージャーの姿勢が選好される

債券: デュレーション・リスクはニュートラル、クレジットリスクはオーバーウェイト。回復基調の中、特に低品質のセグメントでクレジットスプレッドがタイト化すると予想



Invesco Solutions モデル・ポートフォリオ

基本シナリオにおける戦術的資産配分

景気縮小:

株式では、バリュー株、小型株、中型株をアンダーウェイトし、クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムなどのディフェンシブな要因を選好。その結果、金融、資本財・サービス、素材セクターの代わりに、情報技術、コミュニケーション・サービス、ヘルスケアなどの、デレレーション特性が高く、運用レバレッジが低いディフェンシブ・セクターを組み入れる。このようなディフェンシブ銘柄は、成長率が潜在成長率を下回って鈍化し、インフレ率が低下し、債券利回りがピークに達するような環境下で、アウトパフォームすると予想

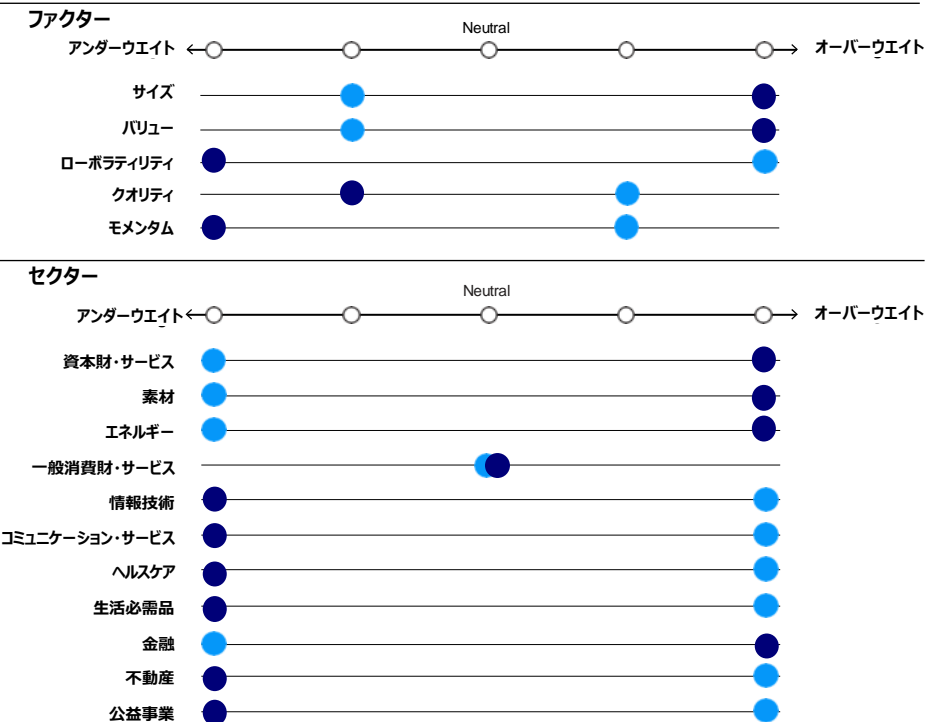
景気回復:

株式の中では、バリュー、サイズ（小型）などのシクリカルな要因を選好。その結果、情報技術、ヘルスケア、一般消費財・サービスセクターの代わりに、金融、資本財・サービス、素材、エネルギーセクターなど、デレレーション特性が低く、運用レバレッジが高いシクリカルセクターをオーバーウェイトとする。このようなシクリカル銘柄は、成長率が潜在成長率を下回り、成長の加速、インフレ率の上昇、債券利回りの上昇が見られる環境下、アウトパフォームすると予想

出所：Invesco Investment Solutions、2022年11月。例示的説明のみ。独自のセクター分類に基づくファクターおよびスタイル・アロケーションからのセクター・アロケーション。2022年6月現在、シクリカル：エネルギー、金融、資本財・サービス、素材。ディフェンシブ：生活必需品、ヘルスケア、情報技術、不動産、通信サービス、公益事業。ニュートラル：一般消費者・サービス

戦術的資産配分のポジショニング：基本シナリオ

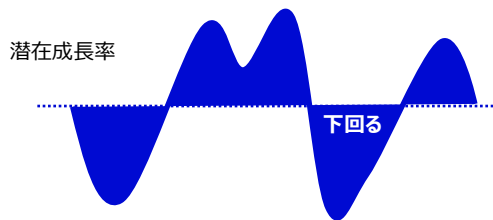
● 景気縮小 ● 景気回復



付録

世界の成長率、リスク選好度ともに悪化の兆し

米国の景気先行指数 (LEIs)

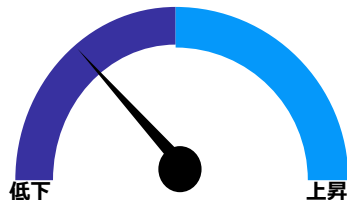


長期の潜在成長率を下回る
経済活動の水準を示す先行指数

米国の景気先行指数の構成要素:

- 製造業活動/景況感調査
- 消費者信頼感調査
- 金融・財政状況
- 住宅・建設業の活動状況
- 労働市場の状況

グローバル・リスク選好度サイクル指数 (GRACI)



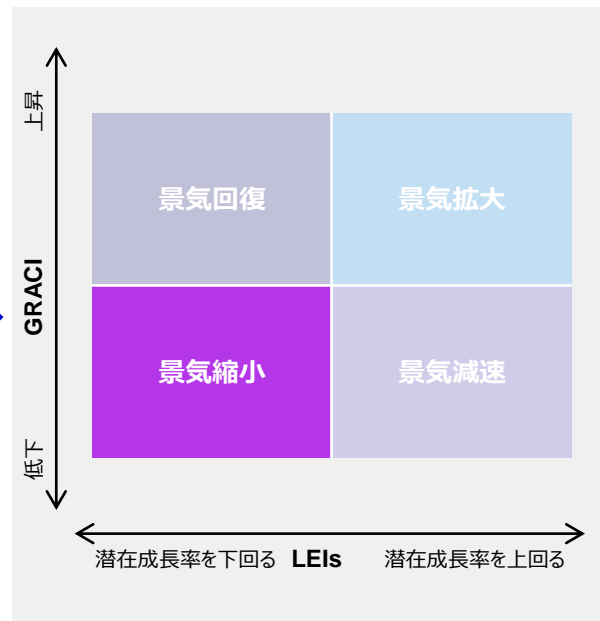
リスク選好度の低下

市場のリスクセンチメントを測る指標で、経済成長への期待感の変化と強い相関

対象資産

- 株式、クレジット資産、債券を通じた国別トータルリターンの指標
- 先進国市場および新興国市場

予想される景気サイクル



出所： de Longis, Alessio, "Dynamic Asset Allocation Through the Business Cycle: A Macro Regime Approach," Invesco Investment Solutions Manuscript (2019).
de Longis, Alessio and Dianne Ellis, "Market Sentiment and the Business Cycle: Identifying Macro Regimes Through Investor Risk Appetite," Invesco Investment Solutions Manuscript (2019).
Polk, Haghbin, de Longis. "Time-Series Variation in Factor Premia: The Influence of the Business Cycle." Journal of Investment Management 18, no. 1 (2020): 69–89.

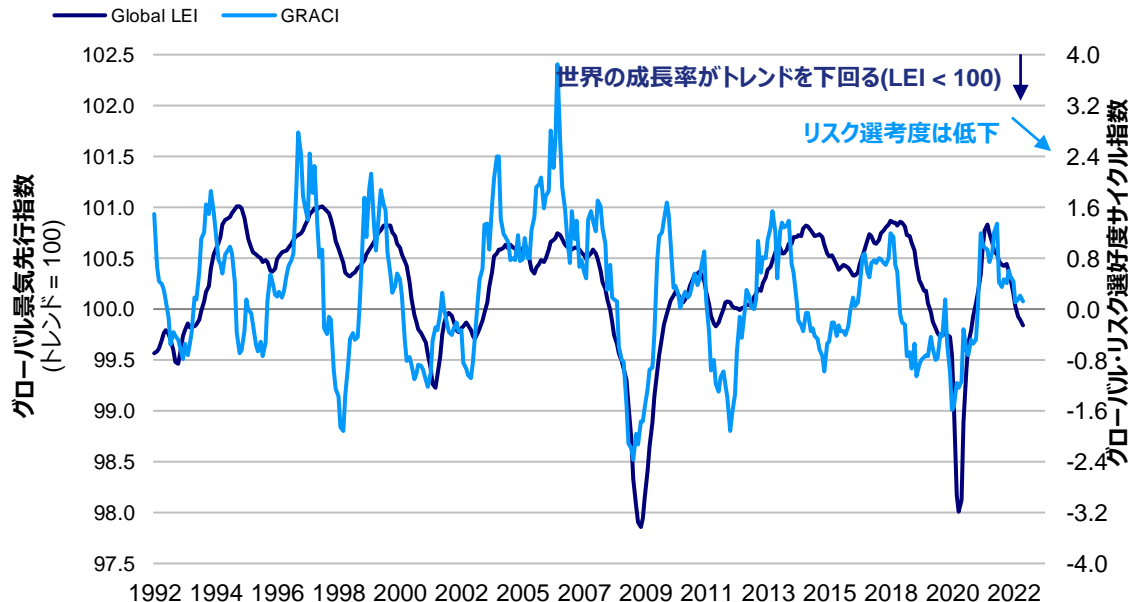
世界の成長率、リスク選好度ともに悪化の兆し

米国の景気先行指数とグローバル・リスク選好度サイクル指数は連動して推移

- 景気先行指数は弱含みで推移しており、各地域で成長率がトレンドを下回る可能性を示唆
- 消費者マインドに関する調査は、米国、ユーロ圏、英国ともに史上最低水準で推移しているものの、直近3カ月は安定
- 企業調査、製造業活動、建設セクターは長期的なトレンドに向かって低下を続けており、金融環境は持続的にタイト化
- リスクセンチメントは悪化を続けており、株式市場のパフォーマンスは債券市場を下回り、クレジットスプレッドは再び拡大し、直近の高水準に達した
- 景気回復期に移行すれば、これらの多くのものは反転

市場センチメントは成長期待の悪化を示唆

グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）とグローバル景気先行指数（Global LEI）



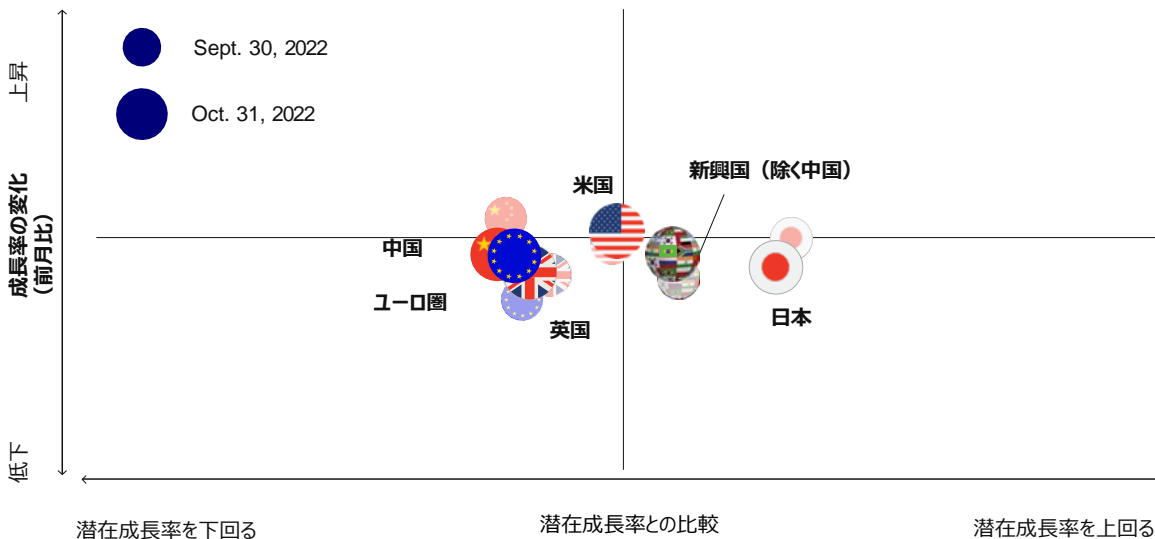
出所：ブルームバーグ、マクロボンド。Invesco Investment Solutions調査・試算。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2022年9月30日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。

先進国市場および新興国市場は減速が続く一方、米国はわずかに改善

地域的な観点からは、先進国市場に比べて新興国市場のアンダーウエイトを適度に維持。過去において、金融引き締めを伴う世界的な景気縮小局面は、新興国市場にとって逆風となり、現地の良好な状況を相殺する。米国株と米国以外の先進国株については、引き続き中立を維持

景気回復基調が見られた場合には、新興国市場や米国以外の先進国市場の選好を検討

先進国市場は減速を続け、中国は底入れしつつある



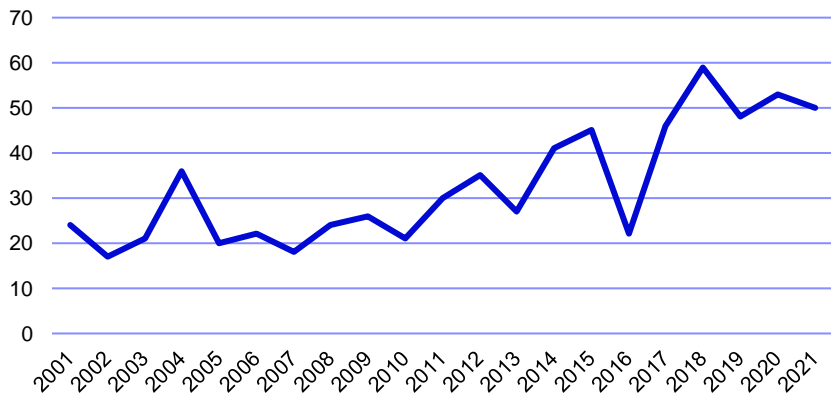
出所：ブルームバーグ、マクロポンド。Invesco Investment Solutions調査・試算。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2022年10月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数(GRACI)は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。

当面の株式関連投資テーマ

ヘルスケアセクターにおけるイノベーション

ヘルスケア産業が開発する多くの画期的な治療法の象徴的な例として、新型コロナウイルスに対する予防効果の高いワクチンの急速な開発が挙げられます。がん治療からゲノミクスまで、ヘルスケア産業は世界中の高齢化社会のニーズの高まりに対応しようとしています。

米国食品医薬品局（FDA）の承認取得状況



左グラフ出所：米国食品医薬品局（FDA）、2021年12月31日現在

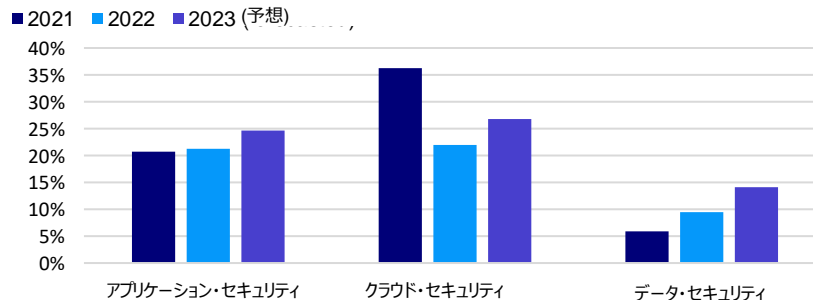
右グラフ出所：ガートナー・グループ。2022年10月



サイバーセキュリティ

世界経済フォーラムは、「Global Cybersecurity Outlook 2022」において、「デジタル化が進み、新しい技術が導入されれば、サイバーリスクは必然的に大きくなる」と警告しています。つまり、ビジネスや生活の中でインターネットが活用されればされるほど、サイバーセキュリティへの懸念が高まるのです。さらに、企業のサイバーセキュリティへの取り組みが、今後、顧客や投資家にとってより重要な意味を持つようになると予想されます。多くの規制当局（特に米国証券取引委員会）は、投資家に対する透明性の観点から、企業が一般に提出する書類でリスク要因を開示するよう求めています。その結果、テクノロジー・コンサルティング会社のガートナー・グループは、組織がデジタル・エコシステム全体で、すべての第三者とビジネスを行う際の重要な決定要因として、サイバーセキュリティ・リスクを義務付け、利用し始めると考えています。サイバーセキュリティのリスクを軽減するために、より多くの努力と支出を行う企業は、顧客と投資家から報われることになるでしょう。

世界の情報セキュリティ&リスクマネジメント分野 エンドユーザー支出額の推移：セグメント別（前年比）



66%の組織が過去1年間にランサムウェアの攻撃を受けており、その数は前年比**78%増加**

出所：Sophos, The State of Ransomware 2022

本レポートの主な執筆者



アダム・バートン
シニア・エコノミスト



デイヴィッド・チャオ
グローバル・マーケット・
ストラテジスト
アジア太平洋 (除く日本)



アーナブ・ダス
グローバル・マーケット・
ストラテジスト
EMEA (欧州・中東・
アフリカ)



アレッシオ・デ・ロンジス, CFA
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
ヘッド・オブ・GTAA
ソリューション



ドリュー・ソントン, CFA
ヘッド・オブ・ソートリーダーシップ
ソリューション



クリスティーナ・フーバー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト



ポール・ジャクソン
グローバル・ヘッド・オブ・
アセット・アロケーション・リサーチ



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト
日本



トウルグト・キジンベイ
ディレクター・
フィックス・インカム・リサーチ



ブライアン・レヴィット
グローバル・マーケット・
ストラテジスト 北米



アシュレイ・オアース
インベストメント・
ストラテジスト



ロブ・ウォルドナー, CFA
インベスコ・フィックス・インカム
チーフ・ストラテジスト兼
ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ

本レポートの寄稿者

ジェフ・ベネット, CFA

キャロリン・ギブス, CFA

エマ・マクヒュー, CFA

アナ・トン

ニール・ブランデル

ニック・カリヴァス

ニクラス・ノルデンフェルト, CFA

アンドラス・ヴィグ

シリル・パークス

メルル・カラスル

マーク・パリス

フレディ・ウォン

リチャード・チョウ

タリー・レジェ

ヘニング・シュタイン

トーマス・ウー

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのグローバル・マーケット・ストラテジー・チーム、エコノミストのアダム・バートン、インベスコ・フィックス・インカム、インベスコ・インベストメント・ソリューション（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号

加入協会 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

2619968-JP