

RBC GAM経済見通し – 2023年 年初



エリック・サヴォワ, MBA, CFA
投資ストラテジスト
RBC Global Asset Management



ダニエル・チョーナス, CFA
チーフ・インベストメント・オフィサー
RBC Global Asset Management

世界の経済成長は、金利上昇、インフレ、中国経済の低迷など、様々な課題に直面しています。

経済成長は引き続き鈍化、景気後退の可能性も

一年前、パンデミックによる景気後退からの見事な回復は、経済を需要過多の状態に追い込みました。しかし、この状況は変化しつつあり、金融引き締めと財政出動の縮小の結果、逆風が強まっています。2023年は引き続き経済成長が鈍化し、先進国では景気後退に陥る可能性が高いと考えています。新興国経済が縮小することはほとんどありませんが、それでも2023年には、ほとんどの新興国で減速すると見えています。これらを総合すると、私たちの成長予測はコンセンサスを大きく下回るものとなっています。2023年の世界のGDP成長率は2.1%で、2021年の3分の1以下、2022年の半分程度と予想しています。とはいえ、ここ数カ月、経済指標は反発を見せており、景気後退の確率や予想される深さは、当初懸念していた程ではない可能性もあります。仮に、景気後退が現実のものとなった場合、その深さはほとんどの地域で緩やかなものになると予想されます。三四半期を超えないマイナス成長に留まり、ピークからは1.75%の低下となり、2023年末にかけては緩やかな回復に向かうと予想しています。

インフレは極端な高水準から落ち着きを取り戻しつつある

インフレを数十年來の高水準に押し上げた4つの主要因は、すべて逆転しました。サプライチェーンの問題は薄れ、商品価格は下落し、金融刺激策は引き締めへ転じ、財政刺激策は減らされています。こうした理由から、我々はインフレ率の軟化が続くと予想し、2023年のインフレ率予想をコンセンサスを下回る水準としました。しかし、他の要因がインフレ率の低下を遅らせる可能性があることも認識しています。労働市場は依然として非常に引き締まった状態にあり、インフレ・ショックはその幅の広さゆえに物価高をより長引くものとし、CPIの住居費部分は変化に長い時間を要します。ユーロ圏と英国のインフレは、通貨安とエネルギー不足を中心とするこの地域特有の課題を考えると、さらに長引く可能性があります。

米ドルはピークに達した可能性がある

米国債利回りの高さや海外経済の困難という要因によって、米ドルが抱える長期的な問題は覆い隠され、米ドルは昨年10月まで12年に及ぶ強気相場が続きました。しかし、11月上旬になると、米ドルの上昇は急停止し、投資家は米ドルの強気相場がついに終焉を迎えたのではないかと考えるようになりました。そのバリュエーションが拡大している今、その通貨の強気相場が成熟し、大きな転換点に近いことは明らかです。ピークを判断するのは難しいですが、米ドル相場が軟化して、数年にわたる下落の始まりを告げるものである、という確信を私たちは深めています。

中央銀行による引き締めを終了が近づく

極めて高いインフレ率を抑制するために行われた金融引き締めの量は、世界中で膨大なものとなっています。北米の政策金利は1年足らずで既に4%ポイントほど上昇しています。しかし、北米と欧州以外の地域では、インフレが緩和されるにつれて、利上げのサイクルが減速し始めています。一部の新興国は利上げを終了し、他の地域でも引き締めペースはほとんどの場合、減速しています。米国のFF金利は、今年初めの0%程度から5%近くまで上昇し、中立政策金利（成長を刺激も抑制もしない金利）の2倍になると予想されます。しかし、その大部分はすでに終わっており、インフレが低下し、成長が鈍化すれば、2023年後半に先進国の政策金利は低下し始める可能性があります。

債券市場はサポートされる水準

インフレがピークに達し、引き締めペースが鈍化しているとの見方から、10年物国債の利回りは9-10月の高値から50-130bp下落しました。この債券価格の上昇は、テクニカル指標が債券市場の売られ過ぎを示し、私たち独自の評価モデルが、利回りが比較的魅力的な水準に達していることを示唆していた時点から始まりました。実質金利（インフレ調整後金利）はもう少し上昇する余地がありますが、0.5%から1.0%の水準に落ち着くとの見方を続けています。高齢化や貯蓄志向の高まりといった構造的な要因が、実質金利の上昇を最終的に抑制するものと思われれます。しかし、短期的には、インフレが債券利回りの動向を支配する要因になるでしょう。

株式市場のバリュエーションリスクは低下したが、企業収益は依然脆弱なまま

前四半期の株式市場は安定的に推移しましたが、直近の反発を考慮しても、2022年初めの水準からは、まだ大きなマイナスとなっています。投資家にとって良い知らせは、株式のバリュエーションが2022年初めに比べ、かなり適正化されていることです。私たちの計算するグローバル株式バリュエーションは、2021年末にフェアバリュエーションを40%上回る水準でピークを迎えましたが、最近の弱気相場により、9月から10月にかけて、2020年3月以来で初めてフェアバリュエーションをわずかながら下回る水準になりました。バリュエーション・リスクが低下し、リターンポテンシャルは高まっていますが、景気後退に入り、業績が悪化した場合には、さらに株価が下落する可能性があります。アナリストはすでに景気後退の可能性を前に、S&P500指数企業の利益予想の引き下げを始めていますが、これまでのところ下方修正幅はわずかなものにとどまっています。しかし、収益がまだ長期トレンドを上回っていること、企業がコスト上昇や経済活動の鈍化といった逆風にさらされていることから、こうした収益予想はさらなる下振れの可能性があると考えています。このような環境では、景気がソフト・ランディングに向かうという確証がない限り、当面の株価上昇は限定的となる可能性があります。

資産構成 - 株式のオーバーウェイト、債券のアンダーウェイトを維持

当社は、不確実性が高まっており、経済や金融市場には幅広い可能性があることを認識しています。しかし、2022年の債券と株式の弱気相場は、すべての資産クラスでリターン予想を大きく改善させたと言えます。債券は今日の高い利回りであれば、景気が悪化した場合に、バランス型ポートフォリオの中で下支え要因として働くことになるでしょう。このような環境下では、リスク・テイクに対する慎重なアプローチが引き続き適切であると考えています。私たちの推奨資産構成は、長期的には株式の方がリターンが大きいと考えているため、株式を若干オーバーウェイト、債券を若干アンダーウェイトとしています。しかし、この配分は、サイクルの以前の時点よりも戦略的中立の立場に近く、それによってボラティリティと機会を利用することができるものとなっています。例えば、前四半期の前半に株価が安値圏にあり、テクニカル指標が株式の売られ過ぎを示唆していた時、私たちは債券を減らし株式の配分を50bp増加させました。バランス型グローバル投資家として、私たちは現在、株式62%（戦略的中立ポジション：60%）、債券37%（戦略的中立ポジション：38%）、残りを現金とする資産構成を推奨しています。

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できるとされる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したのではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.