Invesco

2022年のグローバル市場見通し及び経済動向

本リポート執筆者

ジェフリー・ベネット
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
ヘッド・オブ・マネジャー
セレクション

ニール・ブランデル
ヘッド・オブ・グローバル・
クライアント・ソルーション兼
ヘッド・オブ・オルタナティブ・
ソリューション

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
ソルーション

クライヴ・エメリー
IM- EMEA- マルチアセット

ジョン・グリーンウッド
チーフ・エコノミスト

クリスティーナ・フーパー
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

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

ヘニング・シュタイン, PhD
グローバル・ヘッド・オブ・
ソートリーダーシップ

ドリュー・ソーントン
ヘッド・オブ・ソートリーダーシップ
ソリューション

ルカ・トバギ
インベストメント・ストラテジスト
プロダクト・ディレクター

アンドラス・ヴィグ
マルチアセット・ストラテジスト

ロブ・ウォルドナー
インベスコ・フィックスト・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

スコット・ウォル
ヘッド・オブ・システマティック・
アンド・ファクターインベストメント

前書き

2020年と2021年の大規模な財政・金融政策に続き、2022年は政策と経済の正常化が進む一年になると見込まれています。一方で、サプライチェーンの混乱や、多くの経済圏でインフレの高止まりの脅威となる需要の急増など、経済および市場環境を左右する可能性のある問題が残っています。2022年の市場見通しについて、インフレ動向に最も注目し、市場や政策立案者がそれにどのように対応するかという点に焦点を当てようと考えています。

基本シナリオ：

世界経済の成長は正常化する、すなわち、長期トレンドを上回るものの、財政刺激策が徐々に終了するにつれて、より持続可能なペースに減速すると予想されます。インフレは2022年半ばにピークに達し、その後は、サプライチェーンの問題が解決し、ワクチン接種の水準が上昇し、より多くの人々が職場復帰する中、インフレ率は2023年末までに目標水準に低下すると予想されます。他の先進国の中央銀行はより迅速に行動する可能性がありますが、米連邦準備理事会（FRB）は「忍耐強く」金融緩和姿勢を維持し、2022年後半に利上げを開始すると予想しています。金融市場では、経済成長の鈍化と金融政策の段階的な引き締めを織り込むことで、価格の変動性（ボラティリティ）が高まると予想されます。

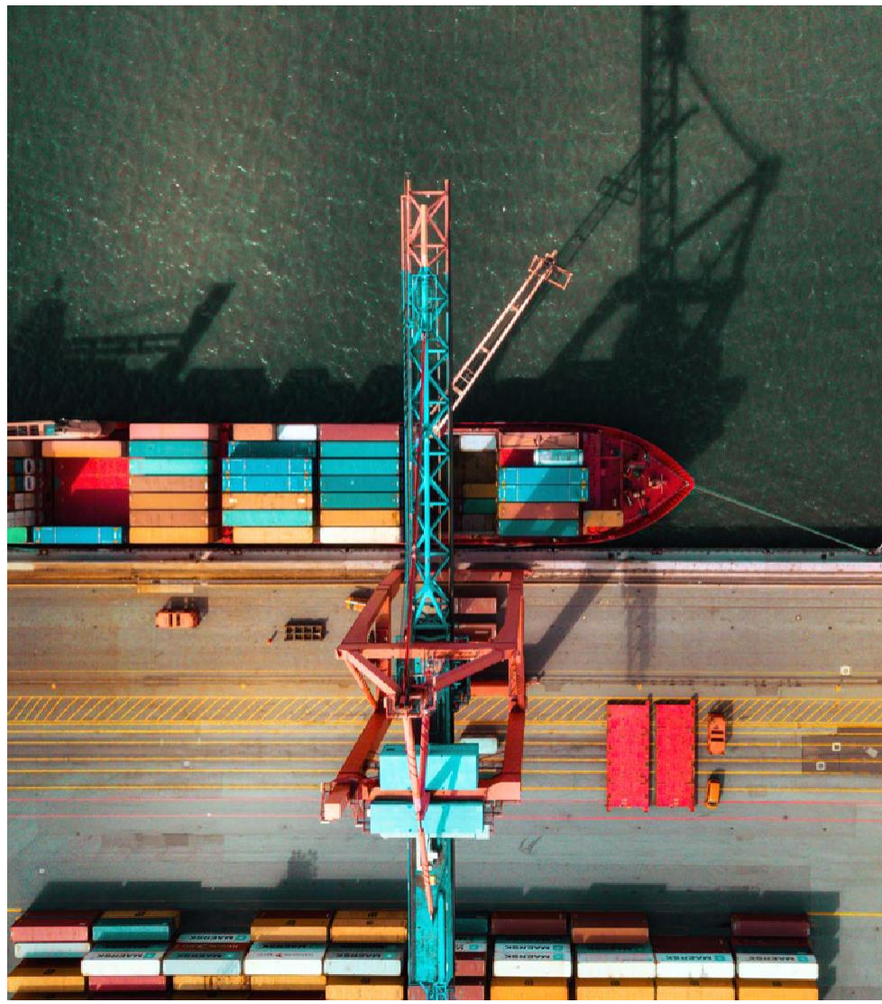
一時的なインフレリスクのシナリオ：

このシナリオでは、現在、インフレに対する懸念は過剰な反応であり、インフレ率は現在の水準から徐々に2%あるいはそれ以下に近づいていくと予想しています。このシナリオでは、経済成長率は通常よりも高く、経済が現在判断している景気サイクルよりも進んだ段階にあります。

持続的なインフレリスクのシナリオ：

このシナリオでは、先進国の中央銀行による「インフレは一時的」とのメッセージを市場が信じることができず、2022年にインフレ率がさらに上振れすると予想しています。持続的なインフレの加速は、マネーの拡大と、供給サイドの混乱による需要の押し上げに起因していると考えられています。これにより、インフレ期待はアンカーされなくなり（安定的に維持されなくなり）、中期のインフレ期待は4%を超える水準が続きます。その結果、中央銀行は、現在の景気サイクルを終わらせる重大なリスクをもたらす行動を取る可能性があり、先進国の中央銀行に対する信認が低下する恐れがあります。

- 基本シナリオでは、2022年に、経済成長は正常化が進み、インフレがピークに達すると想定しています。
- 一時的なインフレリスクのシナリオでは、経済成長率は想定よりも高くなり、インフレ率はより早く低下すると想定しています。
- 持続的なインフレリスクのシナリオでは、インフレの上昇が続き、FRBはよりタカ派になると想定しています。



今、景気サイクルのどこにいるのか？

経済の正常化が進む：景気サイクルはより正常な成長パターンに回帰

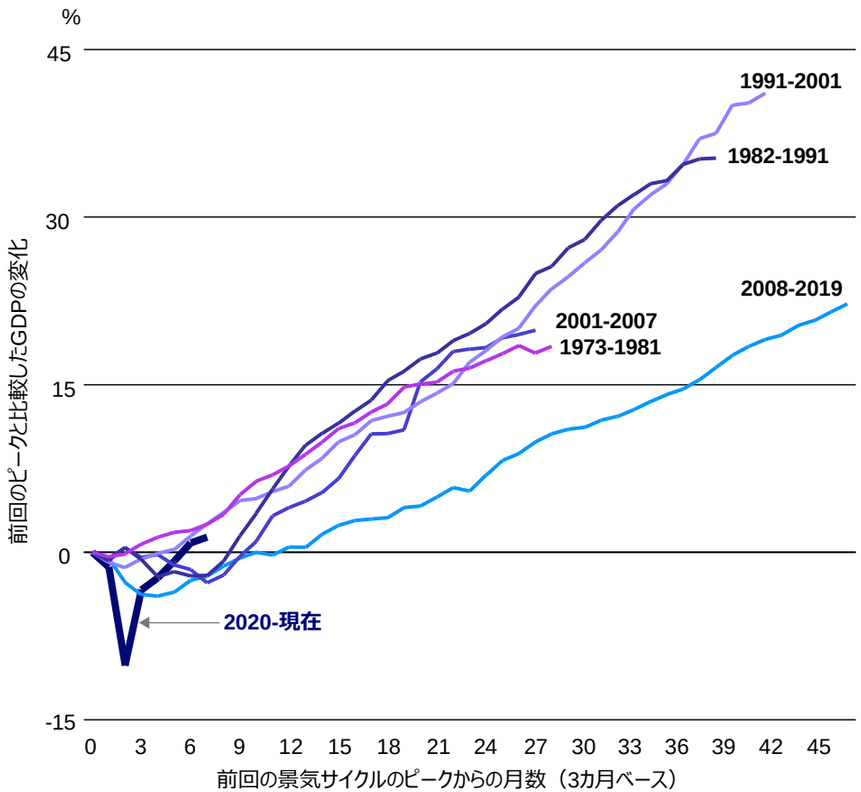
正常化への道筋を歩む

基本シナリオでは、世界経済は中期的な景気サイクルでは景気減速局面にいるが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的な大流行）の混乱により、景気サイクルの分析が従来から大きく変化したと考える。

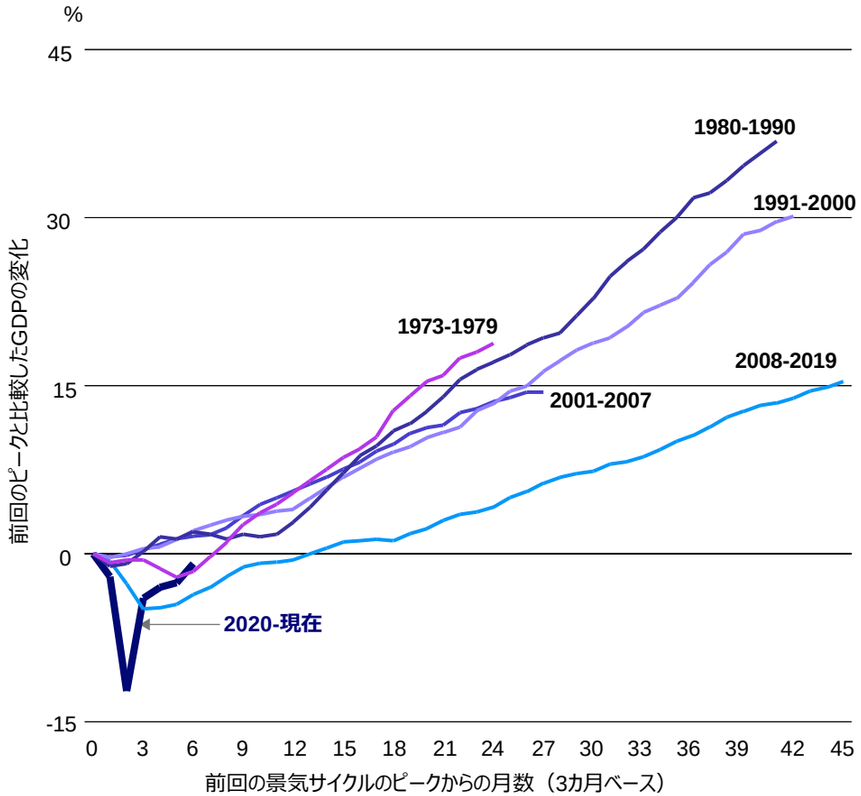
今後については、移行期間と見なしている。継続的な成長は続くものの、パンデミック下での前例のない政策行動を経済が消化するに伴い、成長率が低下すると見込む。

2022年は、構造的な経済成長率に戻る、移行の年になると見込まれる。

各景気サイクルにおける米国のGDP成長率



各景気サイクルにおけるG7のGDP成長率



出所：ブルームバーグL.P.、米国商務省経済分析局。2021年10月31日

インフレは2022年半ばにピークに達し、経済成長は潜在成長率並みに戻る

インフレが織り込まれる中、政策立案者の対応に注目が集まる

インフレ圧力が強まり、経済成長が鈍化

持続的なインフレ

インフレ圧力がさらに強まり、インフレ期待はアンカーされない状況に

先進国の中央銀行は金融引き締め政策へ転換し、現在の景気サイクルを終わらせる重大なリスクを引き起こす

基本シナリオ

インフレ圧力は2022年半ばにピークに達し、2023年に向けて徐々に緩和

先進国の中央銀行は、現在の金融引き締めに関する予想を維持

経済成長率は潜在成長率並みに緩やかに低下

より確率が高いシナリオ

インフレ圧力が和らぎ、経済がさらに成長

一時的なインフレ

インフレ率は2%からそれ以下に徐々に低下

金融政策はそれほどタカ派ではない

経済成長率は、より長期にわたり潜在成長率を上回る

- パンデミックへの対応のために実施された大規模な政策措置を経て、経済は移行期にある
- さまざまな上振れリスクと下振れリスクがある中、我々のシナリオにおいて想定されるインフレ状況ごとにシナリオを設定

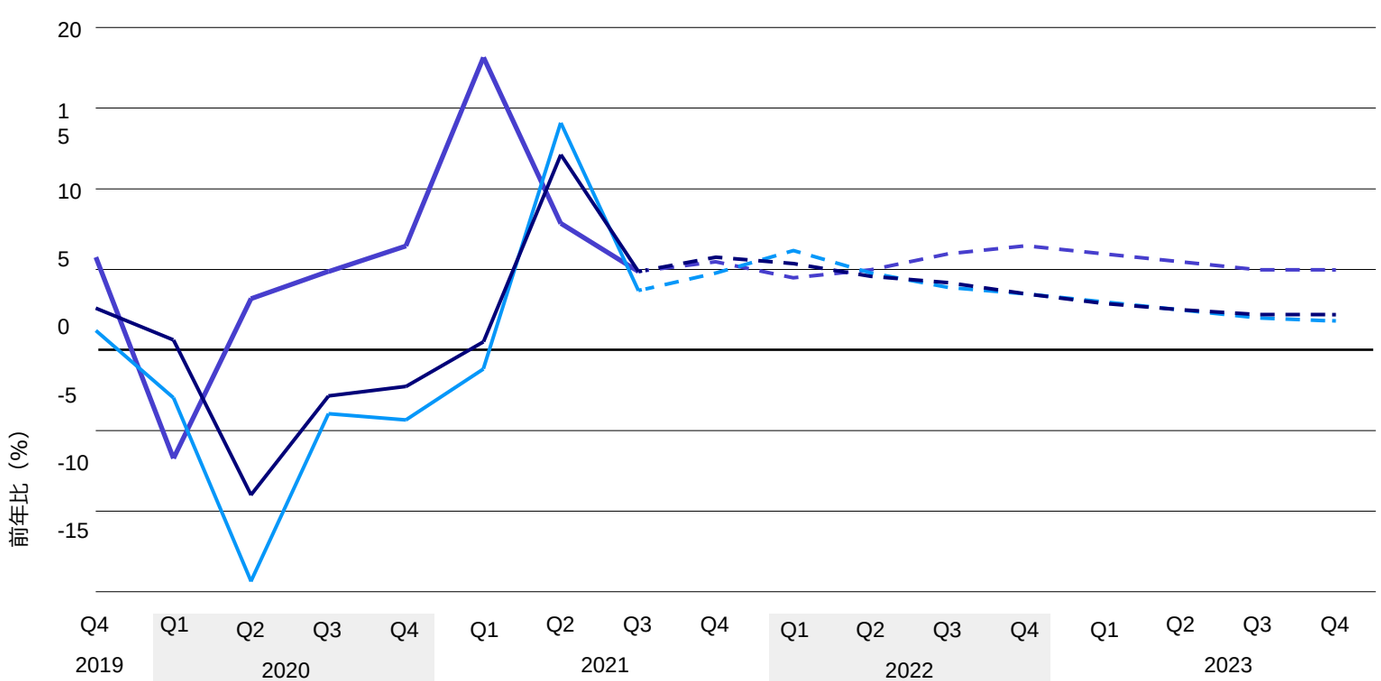
出所：インベスコ。例示的目的のみ

各国経済の方向性

米国、ユーロ圏は徐々に潜在成長率の水準に戻る。中国は一時的に減速

各国のGDP成長率の推移

インベスコのGDP成長率（前年比）予想



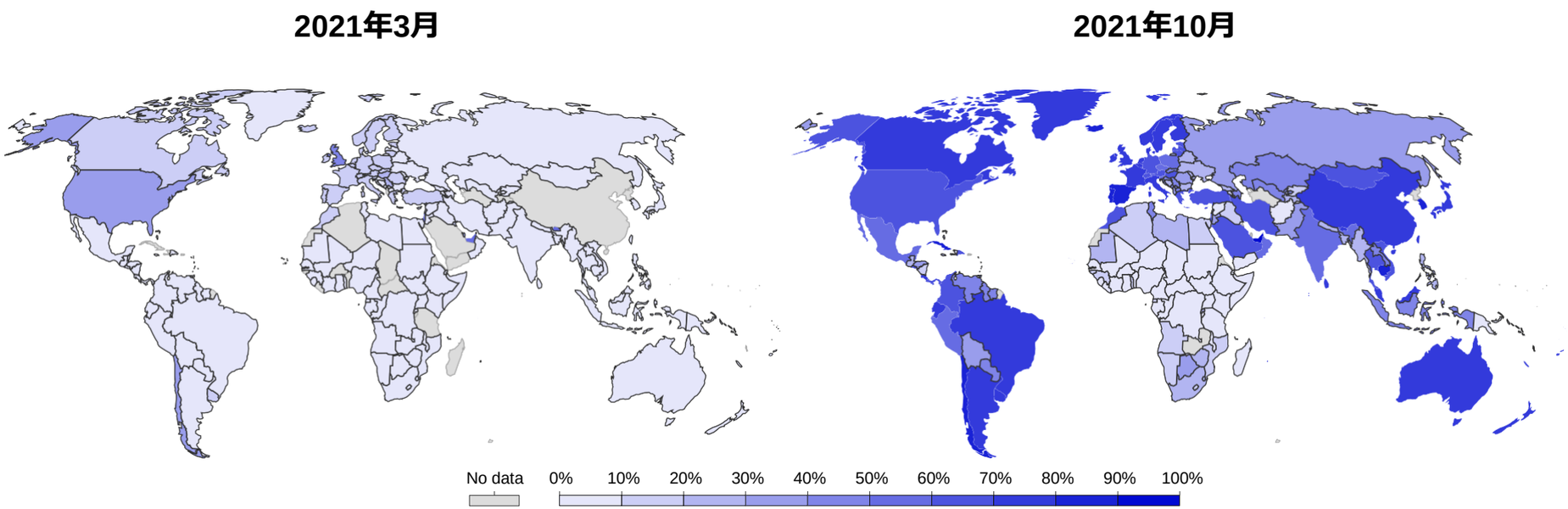
- 大規模な財政支援策と緩和的な金融政策に続き、経済成長率は新型コロナのパンデミック（世界的な大流行）後の急速な上昇からより正常なものへと減速。
- 2022年に向けて、米国とユーロ圏は潜在成長率に近づく。
- 中国では、2022年前半にかけて経済成長が鈍化し、その後、政策支援にも支えられて回復する。

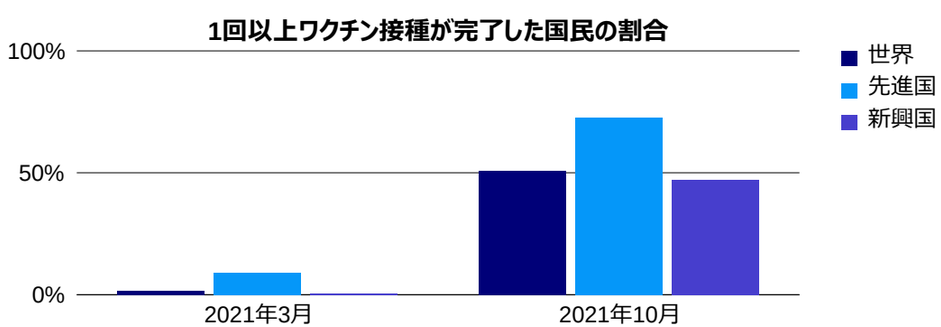
出所：ブルームバーグ、インベスコ、2021年10月31日。図表の点線は予測を示す

世界各国で新型コロナウイルスに対する免疫力が高まる

2021年は、時の経過とともに新型コロナが経済に与えるリスクはますます低下

1回以上ワクチン接種が完了した世界の状況





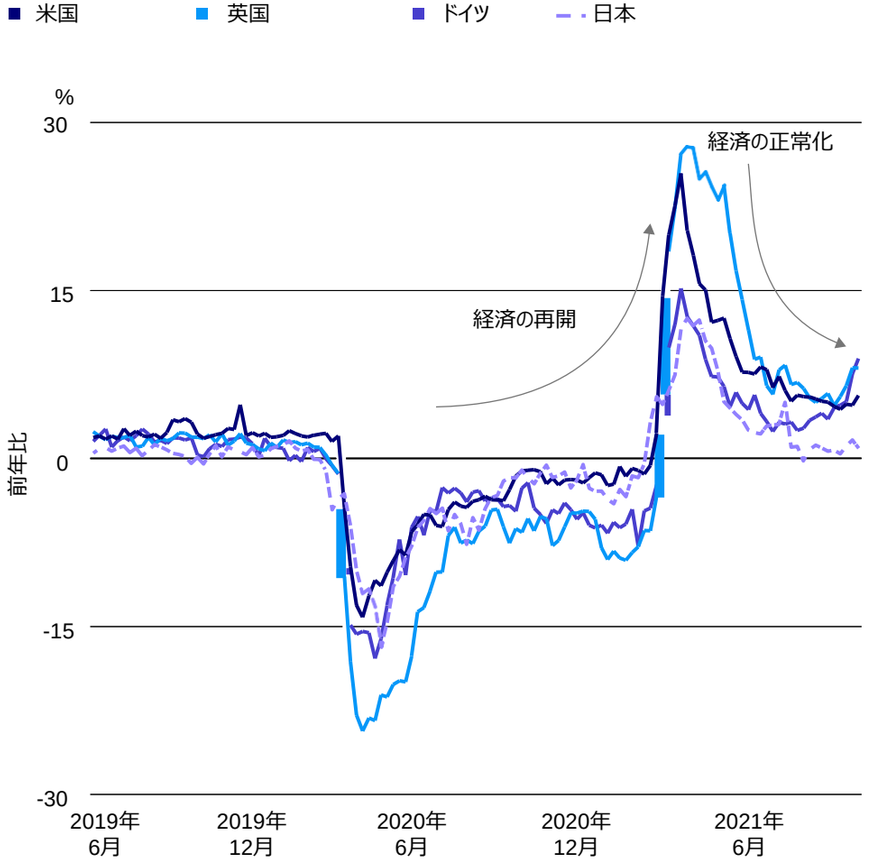
- 研究から、過去の感染やワクチン接種により、世界中で人々が新型コロナに対する免疫を獲得していることが明らかに。
- 新型コロナの変異株の出現への警戒は続くものの、ウイルスとの共存を学ぶにつれて、新型コロナへの懸念は低下。
- ただし、一部の国では、感染者数の増加はロックダウンやサプライチェーンの混乱を伴う可能性のあるリスクとして残る。

出所：Our World in Data、インベスコ、2021年10月31日。

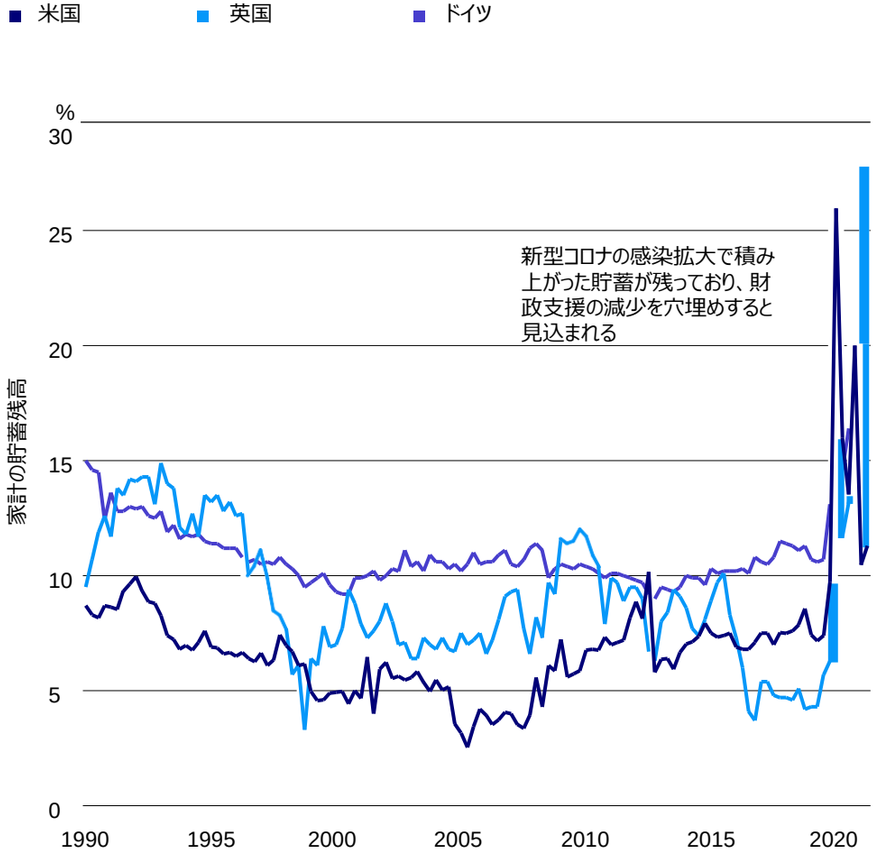
経済成長は潜在成長率並みに戻る

新型コロナのパンデミック（世界的な大流行）からの回復に続き、経済成長は正常化が進む見込み

経済再開後、成長は鈍化しているものの、通常よりも速い
経済協力開発機構（OECD）による各国の週次GDPトラッカー



家計の貯蓄率は過去最高を記録し、その後も高水準が続く
各国の可処分所得（%）



- 2022年には、経済成長は政策主導から徐々に変化すると予想される。企業や家計の支出が正常化するにつれて、より正常な成長率に戻ることが確認される。
- 非常に高い家計貯蓄が継続的に支出に回されることで財政緊縮が穴埋めされる可能性が高く、ペントアップ需要がさらに解消される。

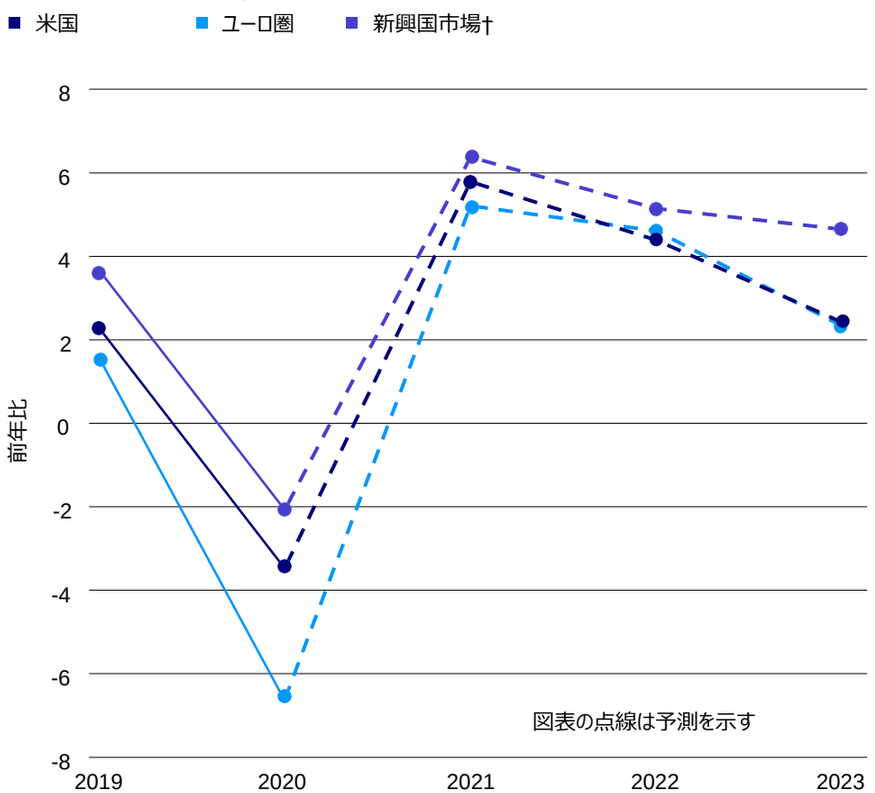
出所：マクロボンド、経済協力開発機構（OECD）、リフィニティブ、インベスコ、2021年10月31日。

新興市場の経済成長は先進国から分岐する見込み

新型コロナに対する免疫力の上昇を背景に新興国で経済回復と再開が進む

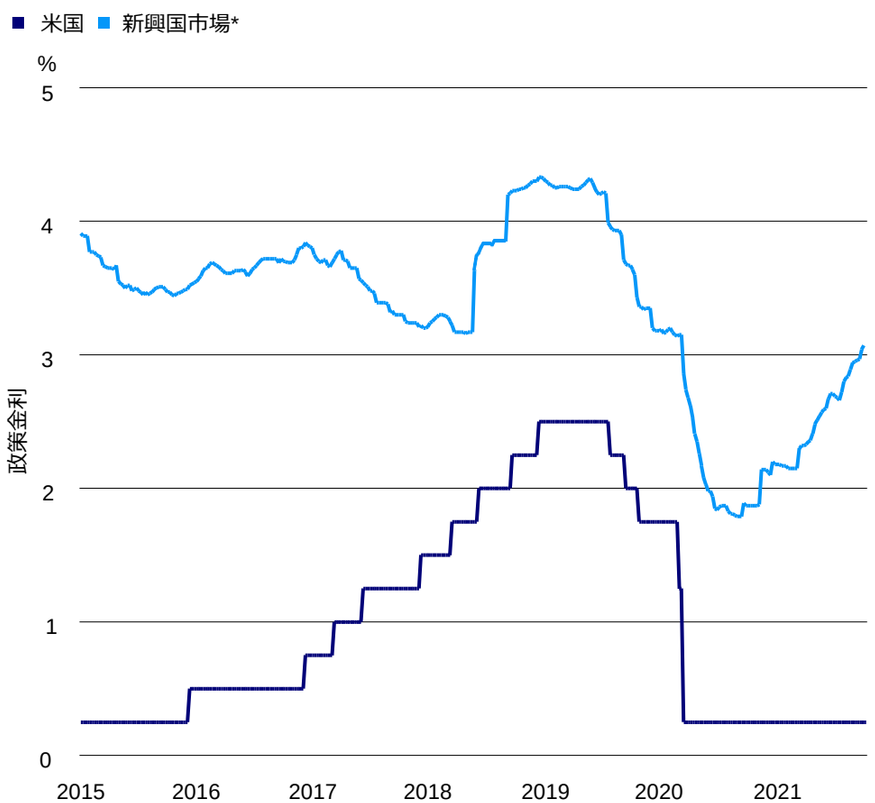
新興国市場の成長は先進国市場から離れる

GDP成長率（前年比）の推移



新興国市場では金融引き締めが進む

米国と新興国市場の政策金利（%）



- 新興国では、コロナウイルスに対する免疫が獲得され、米ドル水準は相対的にニュートラルなため、先進国市場に比べて経済成長が加速すると予想。
- 多くの新興国では金融引き締めが相対的に進行。米連邦準備理事会（FRB）の金融政策がガイダンスに沿って正常化する中、各新興国の政策の変更がそれぞれの経済成長とインフレ圧力に反映されると見込まれる。

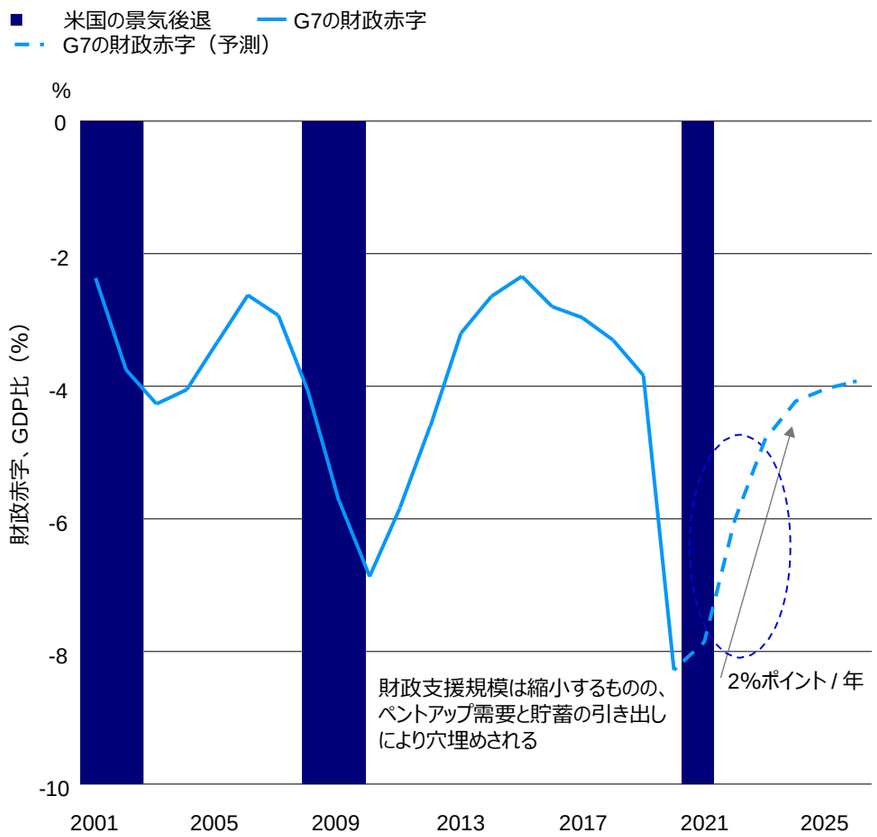
†新興国市場の予測は、国際通貨基金（IMF）の2021年10月の世界経済見通しに基づく
*25カ国の新興国から算出
出所：米連邦準備理事会、国際通貨基金（IMF）、各中央銀行、インベスコ。米国とユーロ圏の予測はインベスコによる

財政赤字の縮小と金融政策の引き締め

テーパリングが進むにつれ、利上げのタイミングとペースに注目が集まる

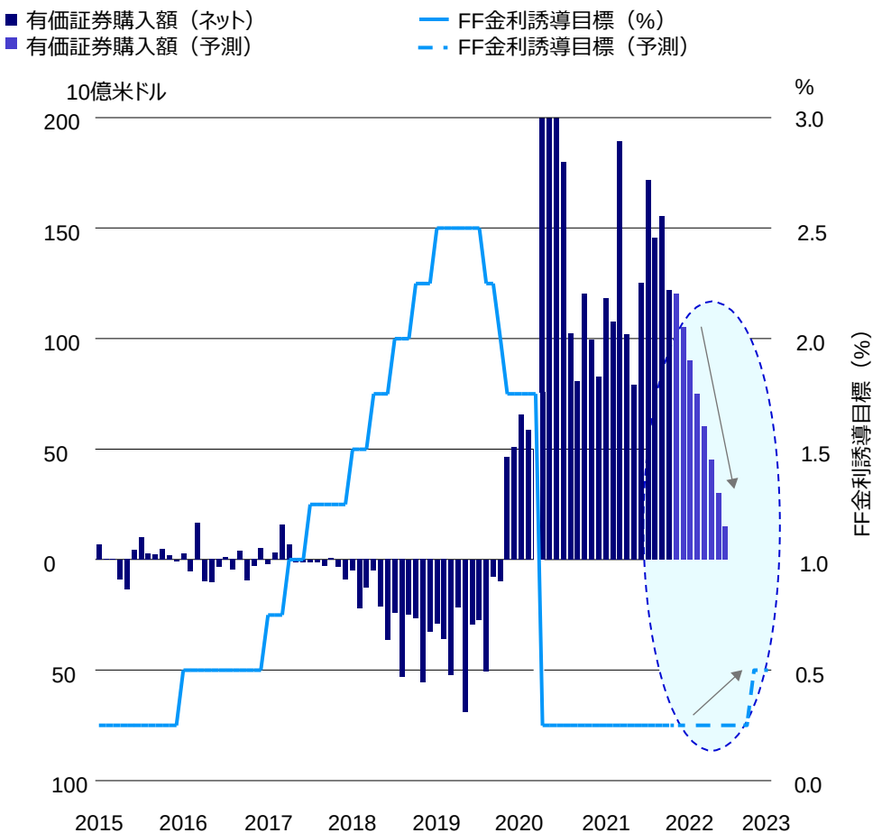
2022年はG7で財政支援規模の縮小が予想される

G7諸国の景気サイクル調整後の財政収支の推移



金融政策スタンスは引き締めの方向に

FRBの金融政策：バランスシートと金利



- 政策スタンスは各国で変化している。G7諸国では、2022年以降、財政支援の減少と金融引き締めが進む見込み。
- 緊縮財政は、積み上がった個人貯蓄が支出されることで穴埋めされると見込まれる。
- 現在のFRBの「ドットプロット」から、2022年後半にFRBが利上げを決定すると予想。

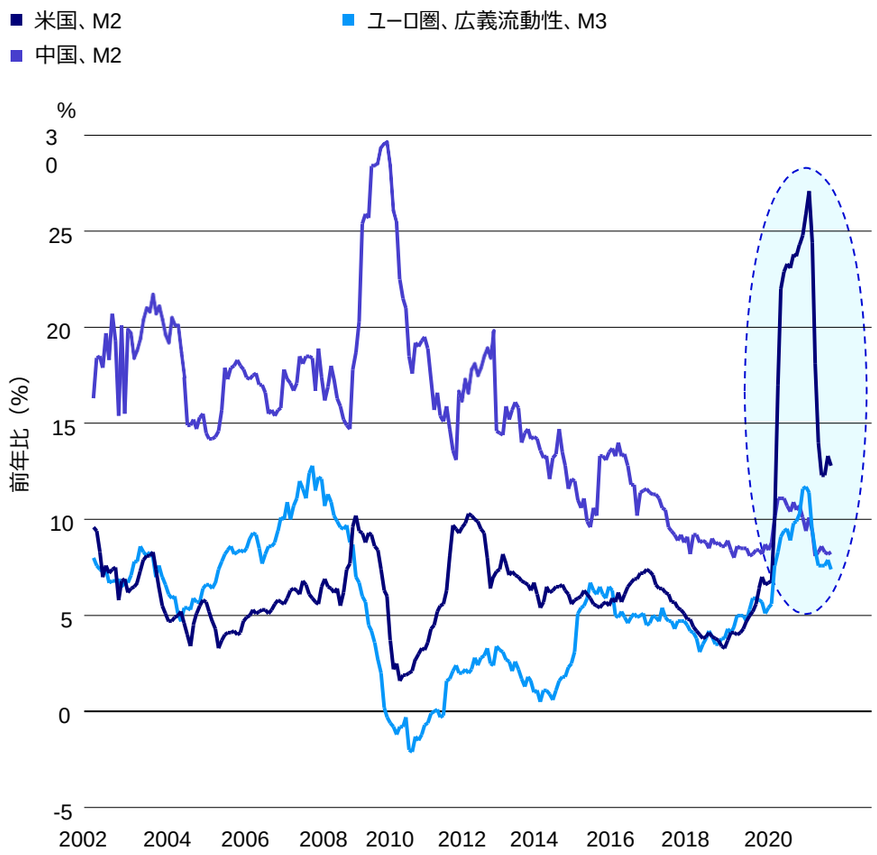
出所：国際通貨基金（IMF）、米連邦準備理事会、インベスコ、2021年10月18日

インフレ圧力は2022年半ばにピークに達する見込み

経済指標はインフレ鈍化の可能性が高いことを示唆

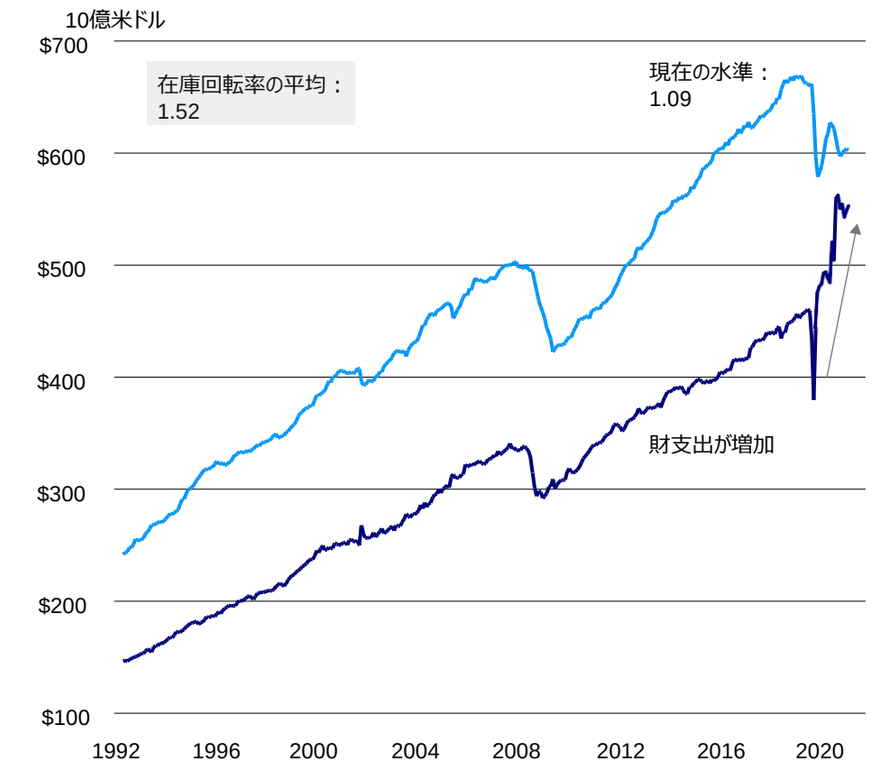
マネーサプライの伸びがピークに・・・

各国の広義マネーサプライの伸び



・・・そして在庫のひっ迫は正常化する

米国の小売売上高と在庫



- インフレ圧力は2022年半ばにかけて強まり、その後は徐々に和らぐと見込まれる。
- マネーサプライの伸びの鈍化は、好感すべき事象である。マネーサプライの伸びはインフレの兆候を表すことから、伸びの鈍化は今後のインフレ圧力が緩和することを示唆。
- 新型コロナにより、サプライチェーンが混乱する一方で耐久消費財への支出が集中した結果、価格上昇圧力が強まったが、徐々に解決している模様。

出所：マクロボンド、米連邦準備理事会、欧州中央銀行（ECB）、中国人民銀行、米国国勢調査局、インベスコ、2021年10月31日

リスクシナリオ：インフレは短期的かつ一時的なものである

インフレ圧力がすでにピークに達している場合、FRBの金融政策はよりハト派化し、経済成長はさらに高まると予想

2022年にインフレ圧力を緩和させると見込まれる要因：

一時的な供給側の問題が解消

コモディティ価格と物流コストは、パンデミックがもたらした一時的な供給要因によって一部急騰しているが、これは一時的なものと見込む。中古車、多くのコモディティ、物流、その他多くの商品の価格はすでにピークに達している模様。

需給の緩みの存在

設備稼働率は低下基調にあり、供給側の緩みを示す。多くの人々が職場に戻り、賃金圧力が緩和されるにつれて、労働市場の正常化が見込まれる。

支出先の転換

ソーシャルディスタンス（社会的距離）の確保により、財支出が増加。経済再開が続くにつれ、サービス支出へのシフトが続く可能性が存在。

ペントアップ需要の解消

サプライチェーンの問題により、ペントアップ需要が引き続き存在。ペントアップ需要がインフレに与える影響は、一時的で比較的短期的な要因となると見込まれる。

財政刺激策の縮小

このシナリオでは、現在のインフレ懸念は行き過ぎており、主要先進国のインフレ率が2%からそれ以下に低下すると予想。

- 一時的なインフレリスクのシナリオでは、現在のインフレ懸念は行き過ぎており、主要先進国のインフレ率が2%からそれ以下に低下すると予想。
- この環境では通常よりも成長率が高く、最終的には経済が現在判断しているよりも早い景気サイクルの局面にあることを示しており、シクリカル資産を選好。

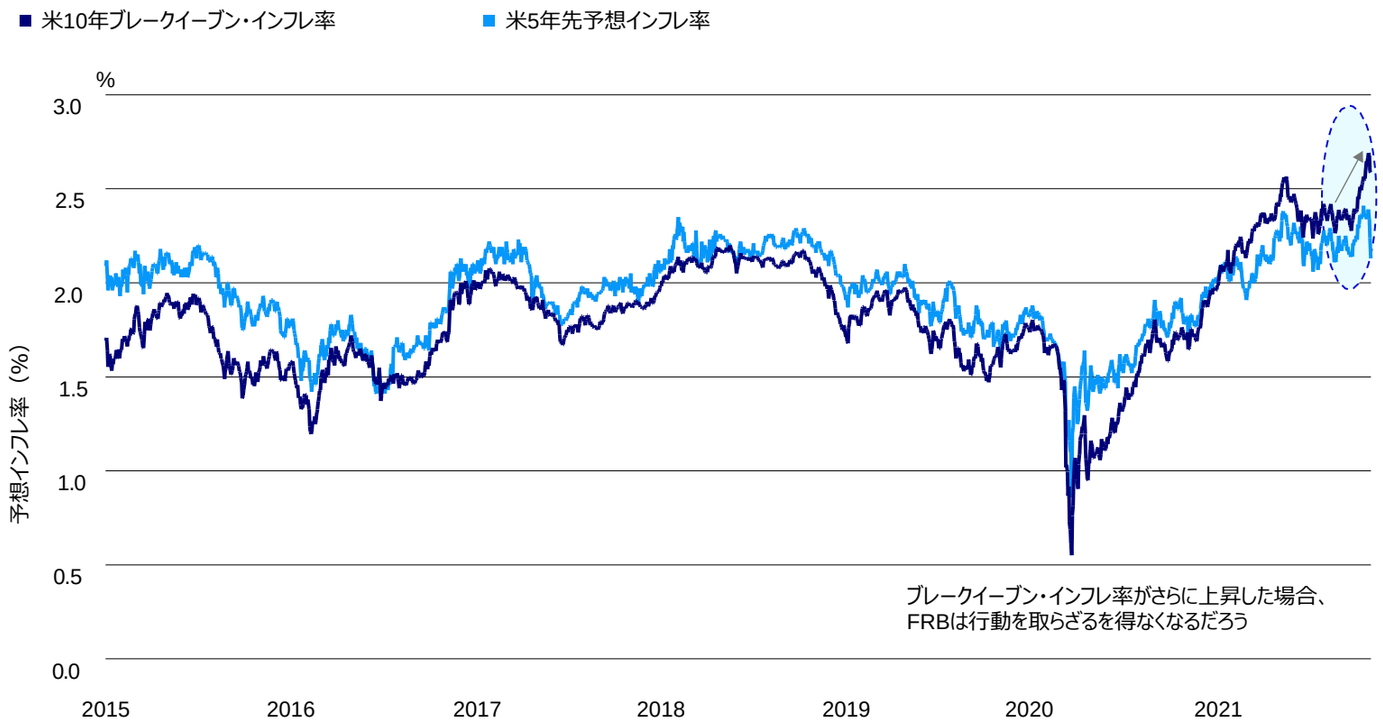
出所：インベスコ

リスクシナリオ：インフレ圧力が緩和されることなく持続する

インフレ指標が高水準で続く場合、FRBが行動を取る

インフレ期待がアンカーされなくなった場合、中央銀行がインフレを是正するために行動

米国の市場によるインフレ期待



- このシナリオでは、インフレ圧力が高まる状況が続き、インフレ期待が4%を超える水準でアンカーされない状況に。これにより、先進国の中央銀行はよりタカ派に金融政策を転換すると予想される。
- このような環境では、景気サイクルの縮小が見込まれ、ディフェンシブ資産を選好。

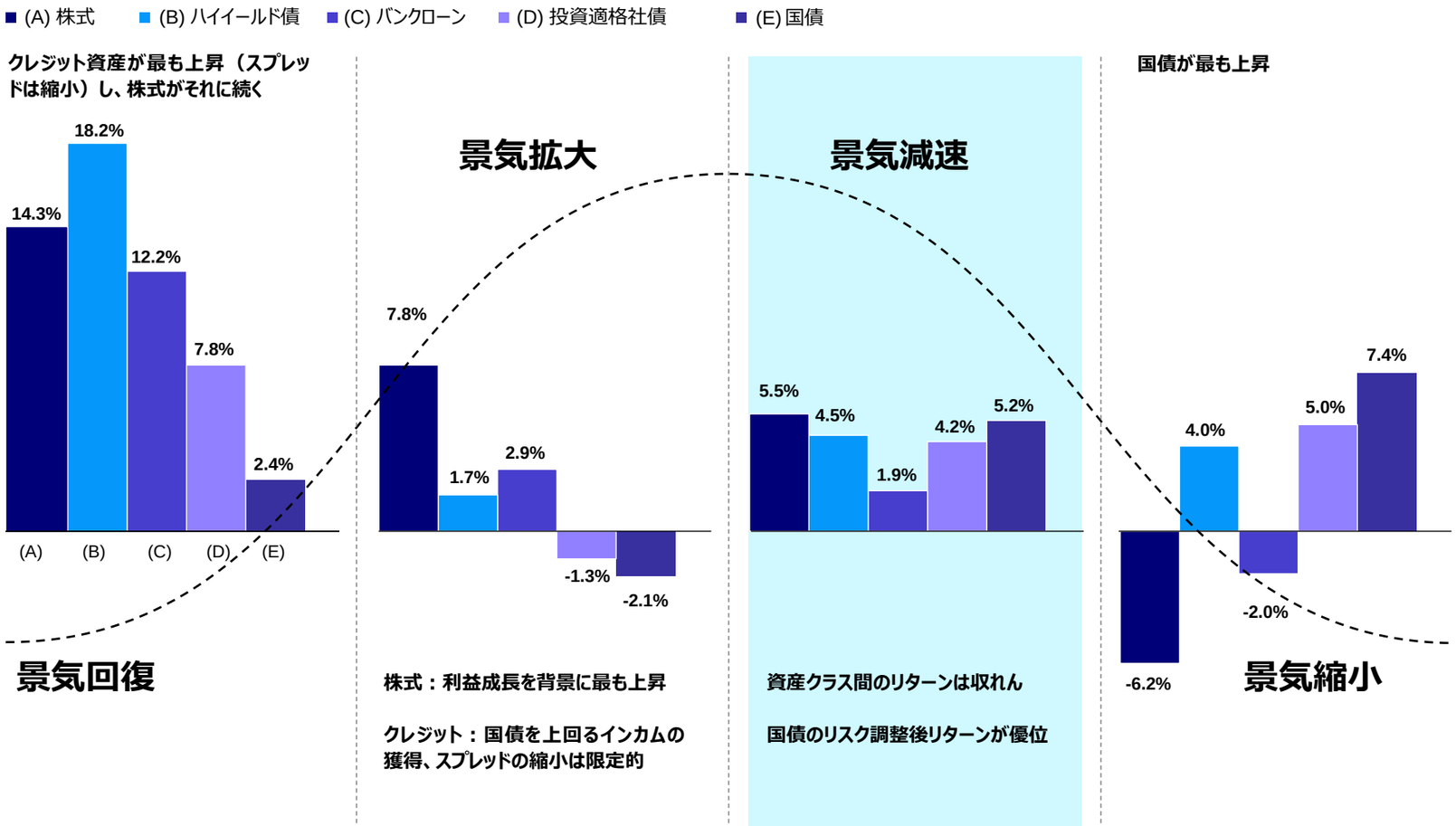
出所：マクロボンド、米連邦準備理事会、米国財務省、インベスコ、2021年10月31日

資産クラス間のリターンは、景気減速局面で収れんする傾向にある

経済対策の規模が縮小する中、ディフェンシブ資産へのローテーションが徐々に進む

- 景気回復局面ではリスクの高いクレジット資産が最も上昇する傾向に。景気拡大局面では、経済成長が潜在成長率を上回る中、利益成長の改善を背景に株式が上昇をリード。
- 経済成長が潜在成長率を上回っているものの減速している局面では、全資産クラスのリターンは収れん。
- 景気縮小局面では、国債と安全資産がアウトパフォーム。

グローバルな景気サイクル：各資産クラスごとの過去の超過リターン



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、バックテスト・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2020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= 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。

3つのシナリオの要約

持続的なインフレのシナリオ	基本シナリオ	一時的なインフレのシナリオ
インフレ圧力のさらなる強まりで、インフレ期待はアンカーされなくなり、FRBはさらにタカ派姿勢を強めることに	インフレ圧力は2022年半ばにピークに達し、2023年に向けて徐々に緩和。先進国の中央銀行は、現在の金融引き締めに関する予想を維持。経済成長率は潜在成長率並みに緩やかに低下	インフレ率は徐々に2%からそれ以下に低下。金融政策はそれほどタカ派ではない。経済成長率は、より長期にわたり潜在成長率を上回る
選考される資産クラス		
金 / 先進国ソブリン債（米国を除く、為替ヘッジ付き） / インフレ連動債	株式 / オルタナティブ資産（不動産） / コモディティ	株式 / ハイイールド債 / 投資適格社債
選考されるセクター・ファクター		
ローボラティリティ / 大型株 / ディフェンシブ	情報技術 / 大型株 / 生活必需品	資本財 / 素材 / エネルギー
コミュニケーション・サービス / クオリティ	公益事業 / ヘルスケア / 不動産	バリュー / 金融 / 中小型株
選考される地域		
日本 / **カナダ** / **オーストラリア**	**新興市場** / **米国**	**先進国（米国を除く）** / **米国**
選考される通貨		
カナダドル / **日本円** / **スイスフラン**	**新興国通貨**	**米ドル**

高インフレ ← インフレ率 → 低インフレ

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

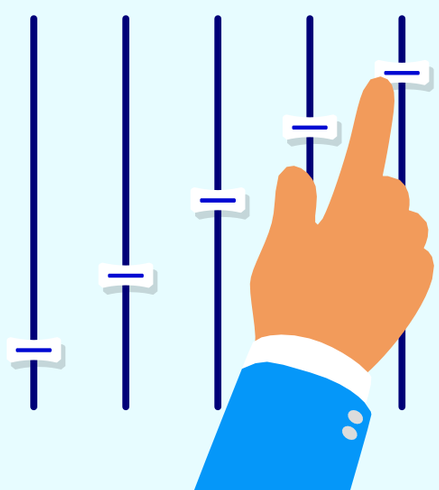
戦術的資産配分

経済対策の規模が縮小する中、ディフェンシブ資産へのローテーションが徐々に進む

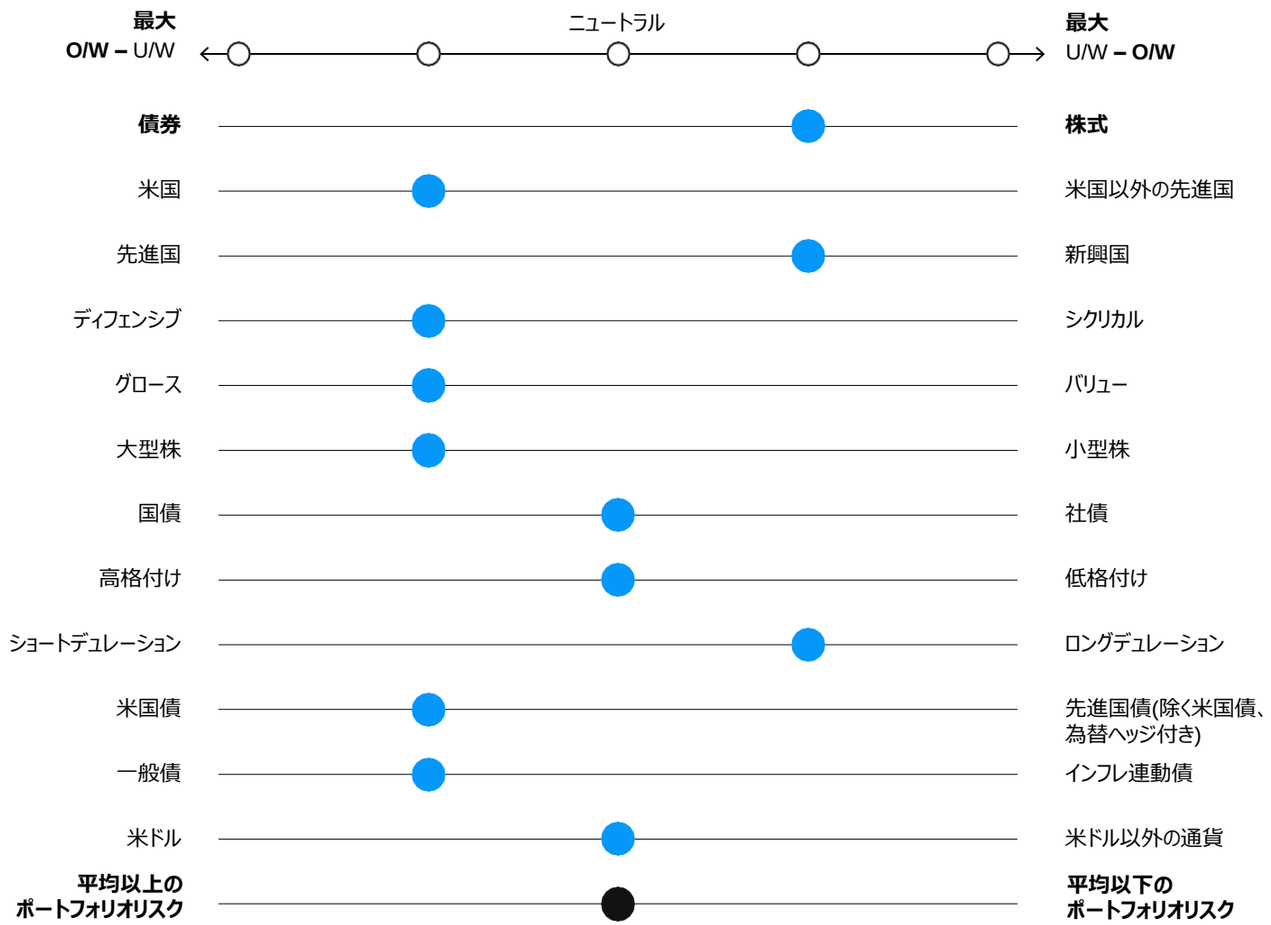
リスク選好度の低下：株式へのオーバーウェイト幅を縮小し、ディフェンシブセクターへの選好を強めるなど、リスク選好を削減。資産クラス全体では、ボラティリティの高まりとリターンのさらなる収れんを見込む。

株式：景気サイクルの違いから新興市場を選好。また、成長期待の鈍化と長期債利回りの低位安定を背景に、米国、クオリティ、大型株に注目。

債券：中期債は利回りが上昇するものの、長期債は低位安定して推移すると予想。米国債をオーバーウェイト。



戦術的資産配分のポジショニング：基本シナリオ



出所：Invesco Investment Solutions、2021年10月。例示的説明のみ。

戦術的資産配分

債券と株式への投資

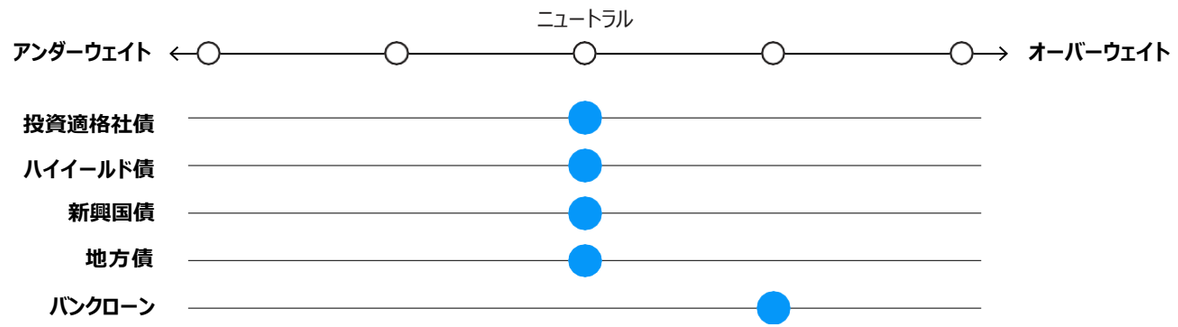
債券への投資*

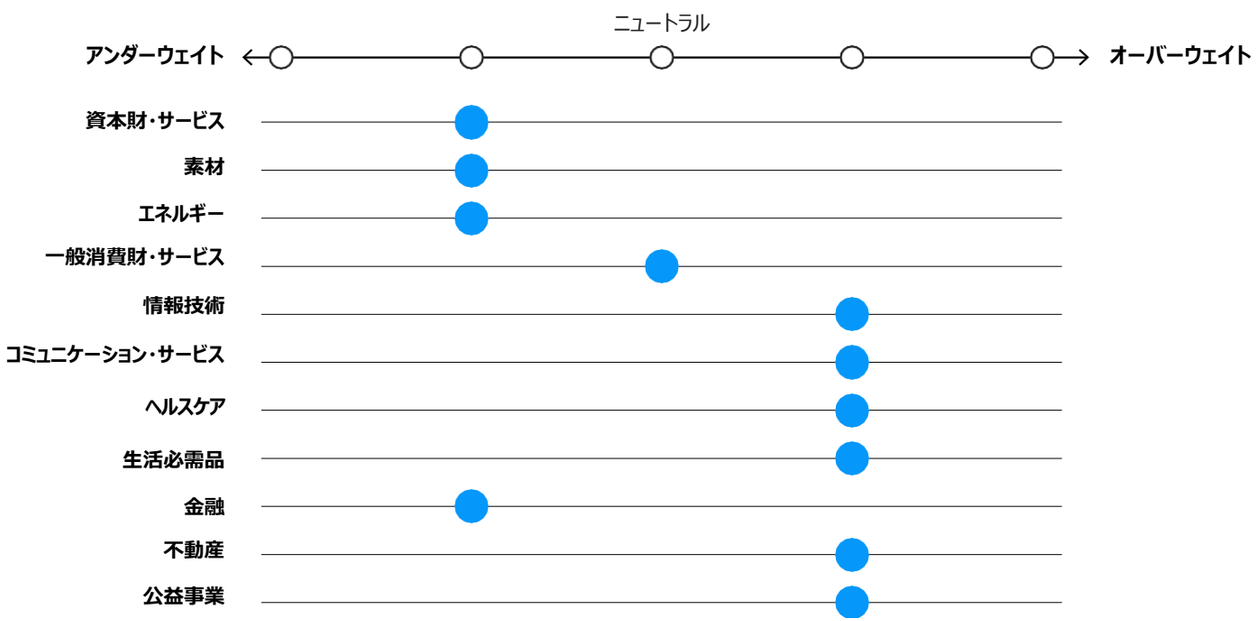
- 堅調な経済成長はクレジット資産のファンダメンタルズを支えており、低金利は世界的にクレジット市場の需給を引き続きサポート
- 過去と比較して、バリュエーションは非常にタイトであり、スプレッドの縮小により上昇余地が制限され、景気拡大局面では低下余地が拡大。全体的に利回り水準が低いため、利回り上昇局面ではリスクが高まる
- バンクローンは力強いクレジット・ファンダメンタルズに支えられており、また、バンクローンが変動金利であるため、金利上昇の恩恵を受ける可能性がある

株式への投資**

- 我々の全シナリオにおいて、セクター配分はファクター／スタイル配分の結果である
- 基本シナリオでは、経済成長の鈍化とインフレのピークにより、クオリティとデュレーションの長いディフェンシブセクター（IT、コミュニケーション・サービス、ヘルスケア、不動産、生活必需品）が適度にアウトパフォームすると予想
- 経済成長への期待の鈍化と安定した長期債利回り（あるいは長期利回りの低下）を背景に、クオリティと大型株を選好
- 世界的な経済成長の鈍化によりシクリカル銘柄のエクスポージャーや営業レバレッジが低い地域が選好されるため、米国以外の先進国市場よりも米国株式を選好

戦術的資産配分のポジショニング：基本シナリオ





*出所： Invesco Fixed Income.
**出所：Invesco Investment Solutions、2021年10月
注：例示的目的のみ

戦術的資産配分

コモディティとオルタナティブ資産への投資

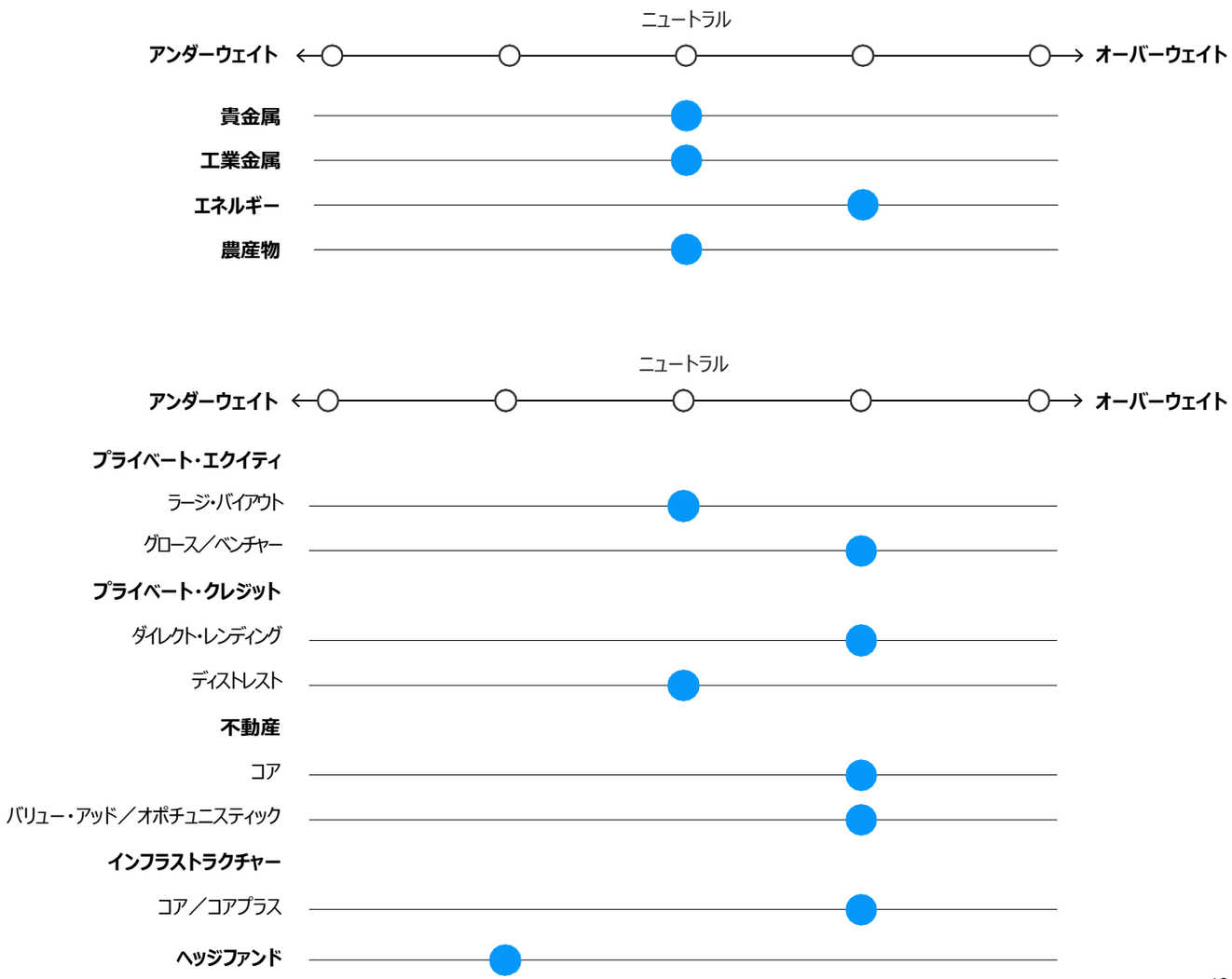
コモディティへの投資*

- 農産物への配分は、天候、収穫量、在庫レベル、輸出に関しては対米ドル水準により決定され、経済環境による影響は最も小さい
- 先進国と新興国の経済再開が進むにつれ、エネルギー需要が増加する一方で、生産者は増産に関して抑制的アプローチを維持
- 工業金属は経済への感応度が高いことから、経済成長の鈍化が予想されるため、配分はニュートラルを維持。中国の景気減速も、工業金属への配分引き上げを抑制
- 金は、インフレの上昇と景気減速に伴う実質金利の低下にポジティブに反応。銀への配分とその工業金属としての幅広い使用は制約要因となる可能性

オルタナティブ資産への投資**

- プライベート・エクイティでは、さまざまなマクロ経済シナリオで引き続きアウトパフォームすると予想されるグロースとベンチャー分野を選好。バイアウト戦略は、相対的に高いバリュエーションと資金供給の増加によって逆風に直面する可能性が存在
- ダイレクト・レンディング戦略は、引き続き力強いクレジット・ファンダメンタルズや、変動金利による金利上昇の恩恵を受ける可能性が存在
- 不動産戦略は、収益の増加と物的資産の上昇を受けて、インフレにポジティブに反応。相対的に魅力度の高いバリュエーションやインフレの影響を受けにくい性質、世界の貿易状況、旅行者数、オフィス占有率の改善の継続も、ポジティブな見通しを支える

戦術的資産配分のポジショニング：基本シナリオ



*出所： Invesco Systemic & Factor Investing、ETF and Indexing teams.

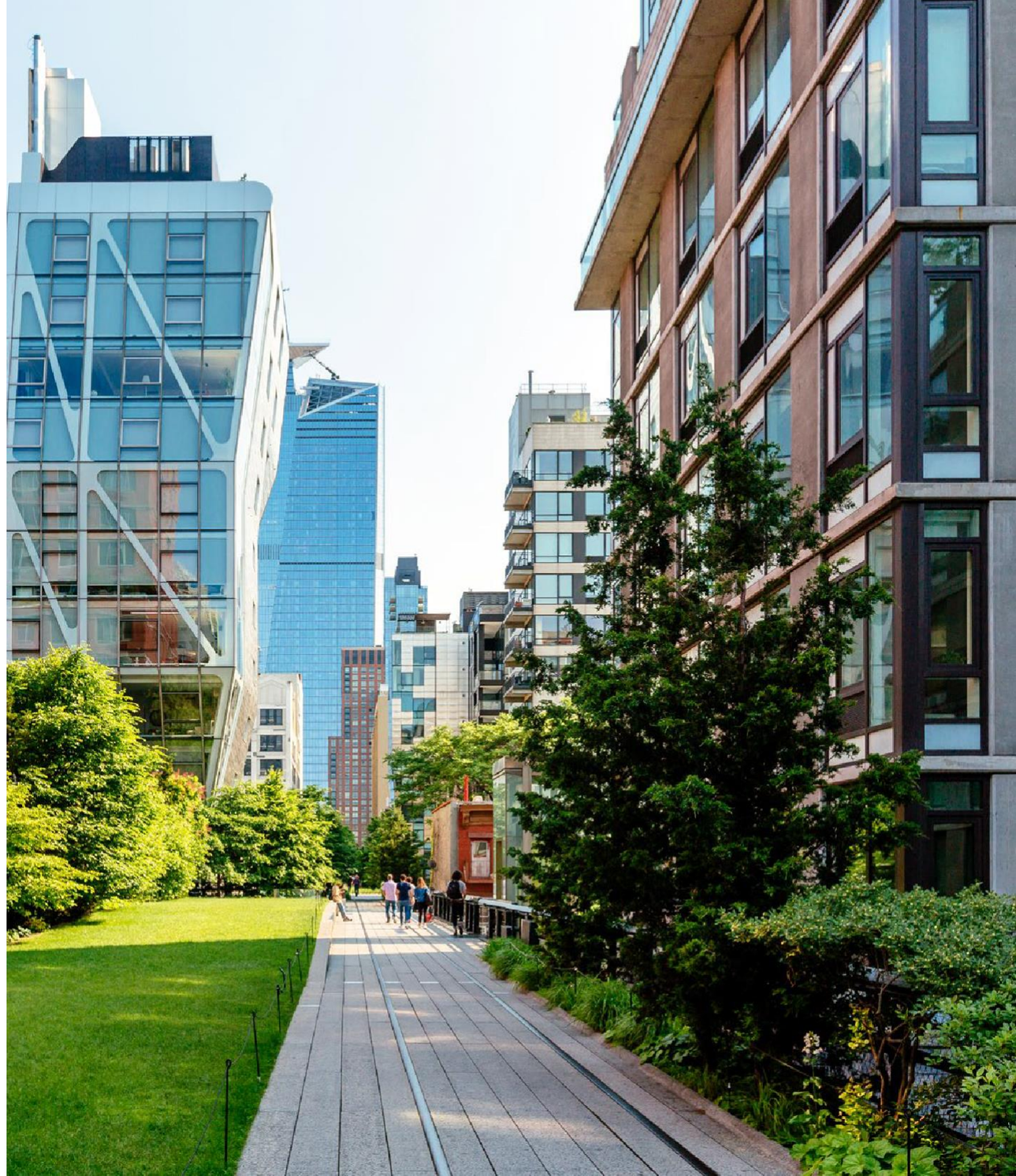
**出所：Invesco Investment Solutions。オルタナティブ戦術的資産評価では、約3～5年の期間でどの資産クラスがアウトパフォームする可能性について当社の見解を示す。2021年10月

注：例示的目的のみ

エコノミック・トランジション・モニター（ETM）について

- インベスコのエコノミック・トランジション・モニター（ETM）の目的は、ネットゼロへの過程で生じるアルファの機会を識別することである
  - ブルームバーグ社は最近、2050年までに世界経済が「ネットゼロ」を実現するには、最大173兆米ドルのインフラ投資が必要になるとの仮定を公表。
  - 2020年において、新興エネルギー技術分野に5,000億米ドルを超える資金が投資されたが、状況はほとんど変化していない。

- ETMは、以下の点で、革新的なアプローチである
  - ネットゼロに向けた各国の進捗状況を監視（対各国の目標とインベスコの予測）
  - 新技術と炭素強度を削減する可能性を特定（そこから投資機会を発掘）
  - 気候変動への貢献を可能にする経済データを調整（外部性の内部化）
  - 経済の移行を通常の経済や市場での解説に統合することが可能になる

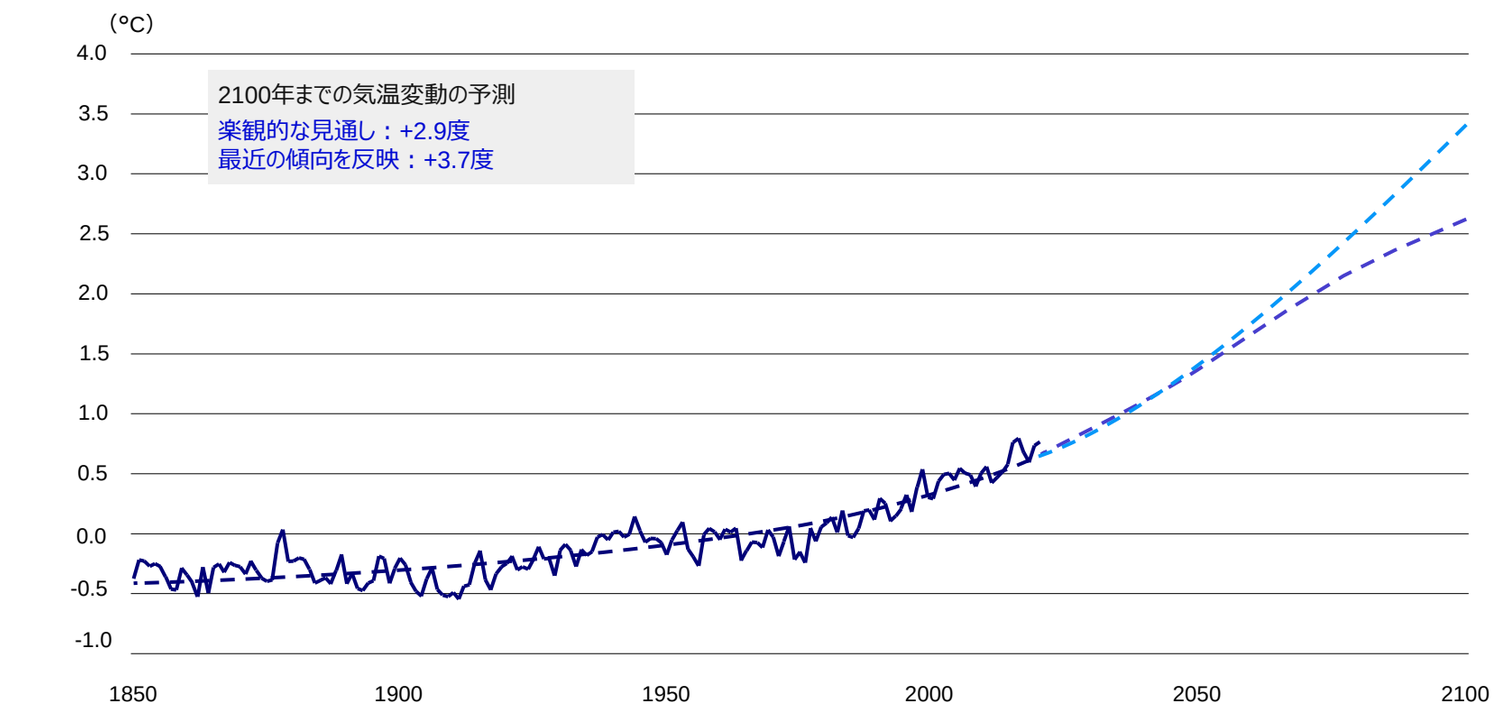


技術革新の速度を（少なくとも）2倍にし、適応する必要がある

投資機会の創出

- 現在の脱炭素化率（炭素強度の低下）では不十分ではある（条件が変わらない場合、1850-1900年から2100年には世界の気温が3.7度上昇すると予測されている）
- イノベーションの速度が2倍になると、2100年までに温度変化が+2.9度に抑制されると考えられる
- 風力/太陽光/波力、ヒートポンプ/地熱システム、電気自動車/飛行機、液化空気エネルギー貯蔵、長距離送電システム、代替空調など、より多くの炭素削減技術が必要である
- 二酸化炭素の回収は、新技術や森林再生によっても重要（今後10年間に9000億本の木を植えることで、2100年には気候変動が年間GDP成長率への影響を0.7%相殺すると推定される）
- 適応化への支出（インフラストラクチャ、エンジニアリング、農業科学など）も重要に

2100年までの気温変動予測



グラフは、1850年から2100年までの世界の平均地上気温（陸域＋海上）の偏差。1961年から1990年の平均気温に対する世界の平均地上気温の偏差であり、推定値の中央値。英国気象庁により解析。「予測（最近の傾向）」は、2050年以降ある程度の収束はあるものの、炭素強度と一人当たりGDPの最近の傾向が続くと仮定して、二酸化炭素濃度の予測を適応して算出。「予測（楽観的）」は、炭素強度の低下率が2倍になることを前提として算出（2060年に高所得国のCO2排出量がゼロになるという前提を追加）

*出所：米国海洋大気庁、Our World in Data、英国気象庁、国際連合、世界銀行、リフィニティブ、インベスコ

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・ストラテジスト・チーム、エコノミストのジョン・グリーンウッド、インベスコ・フィックスト・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

C2021-11-622

Invesco