

5カ年期待リターン展望

混迷の時代

エグゼクティブ・サマリー

2023

2027

エグゼクティブ・ サマリー

混迷の時代

機関投資家向け

1720年頃に、最も偉大なクラシック音楽の作曲家の1人であるヨハン・セバスティアン・バッハは、口短調の極めて複雑なフーガを作曲しました。当時としては前例のないことですが、4声フーガであり、その主題が12の半音すべてを使っていることを特徴としています。主題にオクターブ内のすべての音を含み、ハーモニーが完全に欠落している印象を与えるため、バッハと同時代の批評家の1人はこのフーガを「混乱している」と批判しましたが、その後、画期的と評されるようになりました。無調に近く、音楽の重要なパラダイム・シフトを予感させるものでした。その後200年あまりの時を経て、アーノルド・シェーンベルクがこのフーガからインスピレーションを得て無調で作曲し、調性音楽という確立された領域からの脱却が実現しました。

今日の金融市場において、バウハのフーガがけたたましく鳴り響いています。最近のショックの多重性と持続性を背景に、米国ではインフレ率が40年ぶりの高水準で、中国では GDP 成長率が40年ぶりの低水準でそれぞれ推移する中、ボラティリティが急激に上昇した債券市場において方向感のなさが際立っています。バウハのフーガにおける4つの声部のように、今年に入って金融市場のオーケストラは、4つの異なるレジームを代わる代わる奏でてきました。「名目国債利回りの上昇とクレジット・スプレッドの縮小(リスクオン・レジーム)」、「国債利回りの低下とクレジット・スプレッドの拡大(リスクオフ・レジーム)」、「国債利回りの上昇とクレジット・スプレッドの拡大(QT(量的引き締め)レジーム)」、「国債利回りの低下とクレジット・スプレッドの縮小(QE(量的緩和)レジーム)」という4つのレジームです。

ロベコが昨年発行した、「燃え盛る2020年代(The Roasting Twenties)」と題する5カ年展望レポートには、「事態はヒートアップへ」という副題を付けました。残念なことに、1年が経過した現在、状況は“圧力鍋”のようにヒートアップしていると結論づけざるを得ません。要因は地球温暖化だけではありません。エネルギー危機を誘発した欧州における深刻な戦争、食糧危機、先進諸国における二桁台のインフレといった事態が、想定されていなかったことは明らかです。“パンデミック”は“エンデミック”に移行しつつあるようですが、世界経済の最大の牽引役である中国にとっては、依然として頭の痛い問題です。中国は同時に、不動産危機と干ばつへの対応を迫られています。

多重性、持続性、再帰性に支配される混迷の時代

私たちは混迷の時代に突入したと、ロベコは考えています。混迷の下で、市場参加者は多くの流動的な要因への対応を余儀なくされ、金融・財政政策の有効性、気候変動、エネルギー・食品価格の影響、中国経済の先行き、過剰債務、経営難企業の延命(ゾンビ化)、地政学リスクなど、重要な問題に対するアナリストの見解には、いつも以上にばらつきが見受けられます。不確実性がこのように高まっていることは、アナリストの1年先の(グローバル)収益見通しのボラティリティが、コロナ前の水準の約2倍に上昇していることからもうかがえます。このような混迷の時代は、最近生じたショックの多重性、持続性、再帰性(ショックに対する反応)によって支配されています。混迷や方向感の欠如は、インフレに対する理解不足、金融政策の変更、「大いなる安定(Great Moderation)」の時代は終焉したかどうかに関する現在進行形の議論という、3つの分野において確認できます。

インフレに対する理解不足について理解する

第1に、インフレの要因に対する理解に混乱があります。中央銀行の世界では、混乱が特に深刻です。パウエル議長が2021年初頭に、マネタリストの教科書にあるような貨幣総量、生産量、インフレ率の間の関係性を「忘れ去る」べきかもしれないと述べました。他のセントラル・バンカーや元セントラル・バンカー(マーヴィン・キング元イングランド銀行総裁など)はこれに反論して、「インフレはいつでもどこでも貨幣的な現象である」というミルトン・フリードマン氏の有名な発言は今でも有

効であり、パンデミックに由来する景気後退局面において、中央銀行は流動性を過剰に供給するべきではなかったと指摘しています。5ヵ年展望の第4章で論じるように、たとえ貨幣の流通速度が低下していたとしても、フリードマン氏の言葉を忘れ去るのは賢明ではないように思われます。

そして当然のように、将来のインフレ見通しについても混乱が生じています。インフレの上昇は「一過性」であるという昨年の中央銀行による判断は、相反する現実と直面し、パウエル議長は「私たちがいかにかにインフレについて理解していないか、よくわかったと思う」と認めざるを得なくなりました。主要な中央銀行は予測に際して同じような誤解に陥り、単にインフレ目標を提示するだけで、インフレ率は長期的に必ず2%まで低下するという前提でモデルを走らせています。そして、パンデミック危機後の回復局面において予想を外し続け、後手に回る形となっています。その結果、中央銀行は、インフレ期待が政策目標から逸脱した場合に、金融政策の波及経路におけるいわゆる「期待チャンネル (expectations channel)」が機能不全となるリスクだけでなく、インフレファイターとしての信任を失うリスクにも、さらされることになりました。今年に入って、このリスクを明確に認識した各国の中央銀行は、「一過性」という文言を削除しつつ、速いペースでの引き締めサイクルを開始しました。

昨年の5ヵ年展望では、パンデミック危機の下でマクロ環境の不確実性が歴史的に高い水準に達しているために、経済のリバランスは長期的に続くとの見方に基づき、「インフレは想定されるような一過性の現象にとどまらない可能性がある」と警鐘を鳴らしました。安心材料として、貨物輸送費や主要商品価格の下落からもうかがえるように、サプライチェーンに対する圧力が緩和されるなど、リバランスの動きは既に進行しています。需要サイドに注目すると、2020～21年に見られたような商品に対する過剰な消費需要は正常化しています。また、実質原油価格の下落を受けて、ベース効果（総合インフレ率の計算において原油価格が前年比下落する影響）がより顕著になるなど、中央銀行は一息つけるようになるでしょう。

もっとも、ハードルも存在します。現時点で既に、エネルギー価格に関連するベース効果は消費者物価指数 (CPI) 全体を押し下げているはずですが、この効果は再帰性¹によって弱まりつつあります。生活費の実態が変わると、経済参加者はこれに反応して、賃金や年金のスライド制を通じて見返りを要求するようになります。このような再帰性の存在は、インフレ率がピークに達した後の低下プロセスが不規則なものになる可能性があること、インフレ率が中央銀行のターゲットに向けて整然と低下するとは限らないことを示唆しています。2023年にかけて外生的なインフレ圧力（食品・エネルギー価格）が弱まったとしても、国内の生産者や消費者の反応が内生的な効果をもたらし、国内におけるインフレ要因（サービス、賃料）が作用するようになるでしょう。

¹ ジョージ・ソロス氏が著書「金融の錬金術 (The alchemy of finance)」(1987年)の中で、経済学の分野に取り入れた用語。

このため、インフレが反転しても、中期的な着地点がどの辺りになるかという疑問が解消されるわけではありません。金融市場においては、2022年はショックの多重性と持続性がサプライズ要因となりましたが、資本に対する労働者側の交渉力の高まりを背景に、インフレに関する混迷を長期化させる要因として、再帰性が新たに加わる可能性があります。インフレが定着するための条件は相応に厳しく、また、いずれのシナリオにおいても何らかの形で想定される景気後退局面において、物価に強い下落圧力が働くことは認識していますが、2023～27年においては、先進諸国における期待インフレ率の頻度分布の右側への偏りが、重要なポイントになるでしょう。

金融政策の画期的な転換

混迷の時代の幕開けと言える2つ目の理由として、QEからQTへという金融政策の変化と共に、金融市場では大規模なレジーム・シフトが勢いを増しています。変化の背景として、10年来のデフレ懸念がインフレ懸念に置き換わり、人為的な低金利政策や非伝統的な緩和政策の必要性が消滅したことが、インフレ・リスク・プレミアムに反映されるようになりました。現状は、未知の領海を航海しているようなものです。FRBの救済措置（“FRB プット”）に慣れきった金融市場では、潤沢な流動性が追加的に供給されるとの見方から、マクロ関連の悪材料は好材料として解釈されるようになり

ました。あらゆる世代のトレーダーが（言うならばアルゴリズム戦略もそうですが）、中央銀行のバランスシートが GDP 対比で拡大し続けるシナリオを前提とするようになりました。中央銀行のバランスシートの拡大は、資産価格の大規模なリフレにつながっています。S&P500構成銘柄の標準的な株価収益率は、昨年1年間で大幅に低下したものの、バーナンキ元 FRB 議長が2008年11月に初めてQEを発表した時点よりも、97%高い水準にあります。中央銀行のバランスシートの拡大傾向は反転しようとしています。QTがQEと正反対のプロセスをたどると想定し、現時点ですべて価格に織り込み済みであると見なすのは、安易すぎると言えるでしょう。米国市場が2017～19年に経験したマイルドなQTの事例では、流動性の状況に与える影響は悪い意味で非対称的になることが示されています。インフレに上振れリスクが存在する環境において、マクロ関連の悪材料は結局のところ悪材料に過ぎない、ということになるでしょう。

「大いなる安定」の時代の終焉？

3点目として、最近のショックに付随する多重性、持続性、結果的に生じる再帰性が、「大いなる安定」の時代が終焉を迎えたかどうかという重要なマクロの議論を生じさせています。混乱そのものがパラダイム・シフトの兆候とも言えますが、それだけでは十分ではありません。将来の予測可能性が低下しているため、向こう5年間にレジーム・シフトが生じるかどうかは予測不能であると考えていますが、スタグフレーションの発生によって「大いなる安定」の流れが阻害されていることは明らかです。

パラダイム・シフトの発生という重要な主張には、それを証明するという重大な責任が伴います。先進諸国は再帰性の影響によってインフレが制御不能となる転換点に近づいている、と結論づけるには証拠が足りないとロベコは考えています。世界経済の最大の牽引役である中国において、巨大な不動産セクターにおけるレバレッジ削減の動きが長期化して、個人消費が伸び悩む中で、進行中の人口構成の変化がインフレを正味で押し下げる方向に作用するようになれば、「大いなる安定」が続くことも十分考えられるでしょう。反対に、中央銀行が経済成長を過度に重視する結果、中国経済の回復に伴うインフレの上昇圧力に対応することなく早期に政策を転換して、引き締めサイクルを終了させれば、「大いなる安定」の時代の終焉に近づく可能性が高いでしょう。

ロベコのシナリオ

以上の点を踏まえて、ロベコのシナリオを提示しましょう。基本シナリオは「ハードランディングに伴うインフレ圧力の緩和」です。2023年に米国経済が景気後退入りする結果、需要が冷え込んでインフレ圧力が緩和され、その後世界経済は不安定ながらも時間をかけて回復に向かう、というシナリオを想定しています。とは言うものの、インフレ率はどっちつかずの水準にとどまる見通しであり（2023～27年の平均で2.6%）、次回の景気後退局面における FRB の利下げには、タカ派的な色彩がにじむことになるでしょう。サプライチェーンの回復に向けた投資の動きによって頑強性が強化される一方で、効率性は損なわれることとなります。低水準の実質金利、余剰貯蓄の水準、住宅の取得能力という、従来からの3つのエンジンが作用する結果、この先5年間にわたって先進諸国では個人消費の伸びがトレンド以上の水準で維持されるものの、これらのエンジンは勢いを失いつつあります。このため、米国のこの先5年における実質 GDP 成長率の予想（年率）を、2.3%からトレンド以下の1.75%に下方修正します。また、中国においては、人口動態の悪化に伴い、経済活動の実質的な伸び率が5%を下回る見通しです。

強気シナリオは「銀色の2020年代」であり、最近のショックの多重性の中から明るい兆し（silver lining）が生じるシナリオです。米国の実質 GDP 成長率は2024年に3.75%まで反発し、2023～27年の年率幾何平均は2.75%と、トレンドを上回る健全な水準に達します。このシナリオは、グリーン設備投資とパンデミック危機後の設備投資ブームから生まれるイノベーションが、生産性のデータによく反映されるようになるという、ロベコの見通しをベースにしています。米国では最近、インフレ抑制法が成立したため、グリーン設備投資が循環的に上向くと見られます。欧州諸国は、LNGの輸入基地と、それに付随する長期契約を通じて主要なエネルギー供給国であったロシアが

らの脱却を加速させ、ロシアからの戦略的独立を果たしていきます。同時に、新しいエネルギー戦略である「REPowerEU」計画は、環境政策パッケージ「Fit for 55」の目標に貢献します。また、中国では、2023年に新型コロナウイルスの集団免疫がようやく獲得される一方で、不動産セクターのレバレッジ削減が計画的に進む結果、中国共産党が掲げる年間成長目標（5.5%）の実現が可能になります。

弱気シナリオは「**低迷する2020年代**」であり、現在の世界的な引き締めサイクルと、その結果として2023年に予想される景気後退の影響をもってしても、頑強なインフレ圧力が払拭されないシナリオを想定しています。このシナリオでは再帰性が前面に出るために、金融市場と実体経済の両方において、無数の現実的なリスクが顕在化します。1980年代のボルカー元議長率いるFRBの事例が再現するかのように、インフレの克服には2回の景気後退が必要になります。FRBは足元の引き締めサイクルを進める過程で経済成長を重視する姿勢を強めるようになり、2023～24年の景気後退局面において、ロベコの基本シナリオよりも大幅に政策金利を引き下げます。それにもかかわらず、高水準のインフレを経験した消費者の景況感の回復は他のシナリオよりも遅れるため、景気後退局面は長期化します。

地政学的な緊張関係の高まりを背景に、供給サイドの問題が長期化するため、コアインフレ率は再び上昇に転じて、2025年までに4.75%に達します。その結果、FRBは懸念を強めて大規模な引き締めサイクルに着手します。イールドカーブは再び逆イールド化して、2026～27年頃にはさらに深刻な景気後退局面が再来します。5年間の実質GDP成長率の年率幾何平均は過去のレンジの下限近辺となり、米国では0.95%にとどまります（2023～27年）。

現時点では、ハードランディング後に全面的なデフレに突入するシナリオから、インフレ・マインドが定着する結果として物価が制御不能な形で上昇するシナリオに至るまで、この先5年間に、より極端な異なるシナリオが実現することも十分に考えられます。とは言え、可能性はあるものの、そのような未来像が実現する確率は低く、わずかな変動で均衡がどちらにも振れる状況と考えています。

実質リターンは低水準からマイナスの領域へ、リスク・プレミアムは抑制

混迷の時代に、投資家はどのようにして荒波を乗り切ることができるのでしょうか。多重性、持続性、再帰性というレンズを通して、情勢を見極めるべきでしょう。金融市場における混乱は真新しいものではなく、17世紀にアムステルダムで誕生した世界初の証券取引所について、ラ・ベガが1688年に執筆した「混迷の混迷 (*Confusion of Confusions*)」という書籍が証明しているように、黎明期から投資家にとって避けたい現実だったのです。混迷はアクティブ投資家にチャンスをもたらします。金融市場の観点からは、スキルを備えた投資家にとって、混迷の時代がアルファ獲得の好機の時代になることも十分考えられます。たやすく収益を獲得することを可能にした、過剰流動性の波が後退するからです。

この先5年間は、リスクフリー金利が定常状態の水準を下回り、一部ではリスク・プレミアムが抑制される（コモディティを除く）ことなどから、ユーロ建ての資産のリターンは長期平均を下回ると予想しています。グローバル・ポートフォリオを運用する米ドル・ベースの投資家にとっては、この先5年間に米ドルの強気相場が終焉を迎え、それ以外の通貨が対米ドルで上昇すると予想されるため、見通しはより明るいでしょう。

先進国株式の期待リターンについては、小幅ながら0.25%引き下げて4%としました（ユーロ建ての名目トータルリターンの年率幾何平均）。また、2021年9月以降、名目のリスクフリー金利が上昇したことを受けて、債券に属する多くの資産クラスのリターンを引き上げました。なかでも、先進国国債（ユーロ建てにヘッジ）については、1.5%と大幅に上方修正しています。

期待リターン(2023~2027年)

	5-year annualized return	
	EUR	USD
Fixed income		
Domestic cash	1.00%	2.50%
Domestic AAA government bonds	-0.50%	3.25%
Developed global government bonds (hedged)	1.00%	2.50%
Emerging government debt (local)	2.75%	5.75%
Global investment grade credits (hedged)	1.75%	3.25%
Global corporate high yield (hedged)	2.75%	4.25%
Equity		
Developed market equities	4.00%	7.25%
Emerging market equities	5.25%	8.25%
Listed real estate	3.75%	6.75%
Commodities	4.00%	7.00%
Consumer prices		
Inflation	2.25%	2.75%

出所: ロベコ、2022年9月。投資の価値は変動する可能性があります。パフォーマンス予測は将来の運用成果を保証するものではありません。

昨年と比較した場合、先進国債対比での先進国株式のリスク・プレミアムは、いくぶん縮小しています。ロベコが12年前に「期待リターン展望」を初めて発行して以来、ユーロの投資家にとっての先進国株式のリスク・プレミアムが定常状態の超過リターンを下回ると予想するのは、初めてのことになります。その一因として、消費のボラティリティの水準が変化する結果、現時点で市場に織り込まれているよりも、中期的な株式のリスク・プレミアムが高くなることを想定しています。とは言え、名目ベースの絶対リターンの観点からは、伝統的なマルチアセットのユニバースにおいて、株式に匹敵するものは依然として無く、ユーロの投資家にとって株式と同等のリターンが期待されるのはコモディティに限定されます。

グローバルに分散されたポートフォリオにおいて、実質購買力を維持するのは困難になる見通しです。インフレ率が年4%を超えた場合、株式と債券から構成されるグローバル分散ポートフォリオの実質リターン、すなわち、インフレ調整後のリターンは、年率▲2.9%になると予想しています。言い換えると、投資家の購買力の観点からは、インフレの上昇局面は最悪の時期となります。上記の強気シナリオを除いて、先進国市場のインフレ率を2.5~5%のレンジで想定していますが、この水準では株式と債券は正の相関となる傾向が見られるため、ポートフォリオの分散を図る作業が困難になることは明らかです。このため、株式リスクをヘッジするために代替の資産を追求する動きは、今後も継続するでしょう。関連して、不動産については予想を下方修正せず、コモディティに関しては、過去2年間にスーパーサイクルのリターンが実現したものの、依然として定常状態に近いリターンを想定しています。

バッハの「平均律クラヴィア曲集 (Das Wohltemperierte Klavier)」に収められた最後の口短調フーガは、18世紀の音楽界の支配的なパラダイムを揺るがし、ベートーベンやメンデルスゾーンなど、後の世紀を担う多くの音楽家にインスピレーションを与えることになりました。しかしながら、バッハはパラダイムを覆しはせず、最終的には調性を維持したまま作曲を続けています。同じように、混迷の時代は、私たちが40年間にわたって享受してきた「大いなる安定」の根幹を揺るがし、変容させるかもしれませんが、覆すことにはならないかもしれません。

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等：ロベコ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2780号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

