



執筆者：
スコット・ヘルフスタイン、PhD
テーマ別ソリューション担当
責任者

日付: 2022年11月1日

GLOBAL X ETFs – インフレクション・ポイント

2023年: 注視すべき5つのリスク

インフレクション・ポイント

アドバイザーを対象とした Global X ETF の
月次インサイト

編集者注:「インフレクション・ポイント」は、テーマ投資の根拠を形成する足元のトレンド、ダイナミクス、機会を探求することを目的とした月次シリーズです。こちらをクリックすると、今後の最新版をEメールで受け取ることができます。

数年前、私は「可能性がある」といった最適な言葉を使って、翌年の市場に関する可能性のある主要な地政学的リスクのリストアップを開始しました。このリストは、今後起こるであろうことを予測するものではなく、むしろ市場に十分に織り込まれていない可能性のある問題点を探るためのものです。過去のリストでは、西欧諸国の同時的な選挙サイクルから遺伝子工学による公衆衛生リスクまで、さまざまな話題に触れてきました。このリストは、同僚、政策当局、投資家、学識者と協議しながら作成しています。文中の「関連テーマ」は、2023年の見通しや戦略として取り上げたものではなく、どちらかと言えば個々のリスクに関連したテーマを紹介したものです。

2022年を終えるに当たり、私は来年について大半の方々より楽観的な見方をしています。連邦準備理事会(FRB)の利上げも含め、景気後退の引き金となるような重大な赤信号は灯っていません。労働市場は堅調であり、低失業率と大幅な名目賃金の上昇が引き続き消費者心理を支えています¹。家計の債務比率は依然、適度な水準にとどまる一方、企業のキャッシュバランスは記録的な水準を維持しています²。金利上昇に伴い流動性は低下していますが、金融環境は依然として緩和状態にあり、数回に及ぶFRBの利上げ後も、中立の状態に移行しつつあるに過ぎません³。米国は、成長鈍化の可能性はあるものの、景気後退に陥ることはないと思われま。2023年には、私の楽観的な見方を揺るがしかねないリスクがいくつかありますが、中でも最上位の5つについて以下にご説明します。

5つのリスク

- 2023年の中国の戦略: ナショナリズム、それとも経済再開
- FRB、2%のインフレ目標に固執
- 新興国市場からの伝播
- 財政刺激策中毒
- ロシア、ウクライナ紛争のエスカレーションを画策

2023年の中国の戦略: ナショナリズム、それとも経済再開

ゼロコロナ政策をめぐる抗議活動が高まる中、2023年の中国の政策決定は、2つの大きく異なるシナリオをもたらす可能性があります⁴。ゼロコロナ政策が緩和され、経済再開が小幅であれ前進すれば、世界的にも地域的にも成長の追い風となり、株式などのリスク資産への投資意欲が高まる可能性があります⁵。中国政府が現在の制限的な経済体制の維持を選択した場合、中国は台湾に圧力をかけるなど、国家主義的な方向にますます傾く可能性があります⁶。



共産党全国代表大会が幕を下ろしても、投資家は近い将来、経済が再開されるとの確信を持つに至らず、香港の株式市場は9%超の下落となりました⁷。

バリ島で開催されたG20における米中首脳会談で、中国の習近平国家主席は台湾が中国の核心的利益であることを繰り返す一方、米国のバイデン大統領はこれまでの台湾政策に変わりはないと発言しました⁸。この会談は友好的であったと伝えられていますが、複数分野における両国間の競争への言及がありました⁹。2016年以降緊張が続く米中関係は、大きな進展の兆しがほとんど見られず、中国国内では、現在の世界貿易システムはもはや有益性を持たないとの見方が高まっている模様です¹⁰。経済や市場に破壊的な影響を与え得るタカ派的な政策が取られる可能性もあります。

関連テーマ: 米中関係が冷え込む中、サイバーセキュリティ、代替エネルギー、ロボティクスが次の「軍拡競争」の最前線となる可能性が十分にあります。

FRB、2%のインフレ目標に固執

FRBは、大金融危機と数十年に及ぶ中国からのデフレ輸入が続いた後の2012年に、2%のインフレ目標を導入しました。当時、インフレ率をこの水準に到達させることは極めて困難であり、この目標は、インフレ率を上昇させるために緩和的金融政策を継続することを示すものでした¹¹。しかし、2%の目標に特別な意味はなく、歴史的な前例以外にほとんど論拠のない目標を堅持することで、3%あるいは4%のインフレ率でさえ受け入れることが十分可能な米国経済に水を差す可能性があります¹²。

中央銀行は期待インフレ率の変化に合わせた金融調節で後れを取ることがあります¹³。FRB高官は、発言を撤回するまでの9か月間、インフレは「一時的」と繰り返し述べてきました¹⁴。11月の政策声明では、2%のインフレ目標達成が改めて示されました。物価上昇率をその水準にまで押し下げたため、中央銀行があまりにも強気の利上げに走るというリスクがあります。利上げは、コアインフレの主要な構成要素である住宅のアフォーダビリティにもすでに影響を及ぼしています。住宅を除いたコアインフレ率は、生産者物価と同様、すでに鈍化の兆しを見せていますが、住宅ローン金利の上昇は住宅市場や賃貸市場を通じてインフレ上昇圧力となっています。1年先の予想インフレ率が5.9%であることから、2%目標を目指せば、過度に強気な政策につながる可能性があります¹⁵。

関連テーマ: 「FRBに逆らうな」という古い格言が示唆するように、リスク資産にはそれほど多くの選択肢はありません。高齢化といったヘルスケア・テーマは一つの選択肢です。経常収益モデルのクラウド・コンピューティングもその一つと思われます。

新興国市場からの伝播

新興国市場は、2019年以降、3つの難題に直面してきました¹⁶。新型コロナウイルスの感染拡大による公衆衛生上の難題が最初のものでした¹⁷。財政刺激策を通じた支援を実施するための政府債務が発生したことから、経済は圧力を受けています¹⁸。直近の難題は、ウクライナ戦争とインフレ圧力による食品とエネルギーの高騰が重なって生じています¹⁹。新興国株式はこうした圧力を反映し、2019年以降、MSCI ACWIをアンダーパフォームしています²⁰。東南アジアなどの市場の堅調ぶりや中国の経済再開の可能性が楽観的な見方の根拠となっていますが、世界経済の成長鈍化が見込まれることから、難題は今後も続きます。

新興国危機が伝播するリスクは、こうした難題が連続的に発生したことで高まっているようです。メキシコ(1994年)、東アジア・東南アジア(1997年)、ロシア(1998年)などの過去の危機は、世界規模の市場の急落を招きました²¹。新興国の国内金融機関は、政府が経済を支えるために近年発行した国債の多くを吸収してきましたが、これは良いことでも悪いことでもあります²²。外貨建て債券を発行した過去の危機とは異なり、国内の銀行が保有する債券は国内通貨建てです。問題は、政府債務が記録的な水準に上昇する中、新興国金融機関のバランスシートに占める政府借入の割合が17%に達していることです²³。ご参考までにアジア危機では、ASEAN 4大国のGDP比債務残高はそれまでの100%から167%に上昇しています²⁴。現在、新興国全体のGDP比債務残高は250%になっています²⁵。

関連テーマ:新興国へのエクスポージャーを減らし、米国インフラへのエクスポージャーを増やすことが強靱性を確保するための戦略になり得ると思われまます。電化需要の高まりを踏まえれば、リチウムやバッテリー技術へのエクスポージャーも新興国圧力を乗り越える有力な戦略になり得ます。

財政刺激策中毒

米国はわずか2年ほどの間に約5兆ドルの財政出動を実施しましたが、2023年に向けて政府支出は横ばいで推移する可能性があります²⁶。各国政府は、コロナウイルスが蔓延する中、相当額の支出を行いました、金利が上昇し、成長が鈍化する局面でこうした支援を廃止すれば、市場は困難に陥る可能性があります²⁷。公的セクターの経済への関与の縮小は、民間セクター、特に米国消費者にとって大きな圧力になると思われまます。

コロナウイルスの感染拡大は、政府支出から見た場合、微妙なタイミングでやって来ました。米国の政策サークルでは、ユニバーサル・ベーシック・インカム(UBI)や現代貨幣理論(MMT)といった概念が人気を集めつつありました。後者の場合、自国通貨建てであれば、政府はいくらでも借り入れできると主張しています²⁸。新型コロナウイルス感染拡大への対応は、こうした理論をテストする場となり、潜在的な欠点も明らかにしました。UBIに関連した懸念事項として、新型コロナウイルス関連の刺激策が導入されてからの労働市場の大幅な逼迫が取り上げられています²⁹。同時に、大型刺激策が足元の物価高騰を誘発している可能性があります³⁰。

米国の今回の中間選挙では上下両院の「ねじれ」が発生する一方、世界的に公的部門の借入が限界にきていることから、市場は政府からの流動性に頼ることなく、前進せざるを得なくなると思われまます³¹。市場が緊縮財政に適応する中、米国消費者は最良の希望の星となり、難局を切り抜ける可能性があります。

関連テーマ:このシナリオにおいては、ミレニアル世代の消費者、ゲーム、eスポーツといったテーマが中核的な役割を果たすなど、生活必需品や低コスト活動への消費支出が支持される可能性があります。

ロシア、ウクライナ紛争のエスカレートを画策

ウクライナで核兵器を使用するという決断は悲劇的なものになると思われまます。甚大な人命の損失が予想されるほか、1945年以降で核兵器が使用されるのは初めてとなります。1945年以降、20回近くの戦争と数え切れないほどの軍事作戦が行われましたが、大国が一線を越えて核兵器を使用することはありませんでした³²。

ロシアがウクライナで核兵器を使用する恐れは依然、存在しており、2023年には一段とその深刻さが増す可能性があります。ロシアがこの2月にウクライナ侵攻に着手した当時、戦術核の使用はほとんど話題に上りませんでした。ウクライナがロシアの進攻に耐え、さらには押し返すだけの能力を持っていたため、ロシアが賭けに出る可能性が高まりました³³。戦場は冬の期間、停止状態に入る可能性が高いものの、春の到来とともに戦闘が始まれば、ウクライナ軍はクリミア奪回も含め、大幅に優位に立つと考えられます³⁴。

小型核兵器使用の可能性は、特に都市部ではかなり限定的です³⁵。核兵器の使用は広範囲に影響が及ぶことから、願わくはロシアがそれを計算に入れていることを切望します³⁶。外生的な市場リスクの高まりでリスク資産から国債への資金移動の加速が予想される中、米国と欧州は、ほぼ間違いなく紛争解決により積極的に取り組む必要があると考えまます³⁷。ロシアが重要インフラや交易路への攻撃を厭わないということは、エネルギー、食糧、物資の輸出をさらに抑え込もうとしていると解釈できます³⁸。国際機関や国際協定が試されることになるでしょう。中国はロシアの侵略についてほぼ全面的に発言を控えています。先般のG20での米国との二国間会談で、習近平国家主席は、紛争解決に核兵器を使用することについて非難しており、北京も核兵器の使用には懸念を抱いていることが伺えます³⁹。

関連テーマ:輸出への圧力がさらに高まれば、エネルギー市場の混乱に対処するための手段として、クリーンテック、風力、太陽光、水素といった代替エネルギー分野への需要が高まる可能性があります。世界的な食糧需給の逼迫が進む中、農業技術も注目される可能性があります。

結論

本レポートで取り上げた5つのリスクは、2023年の市場に影響を及ぼし得る外生的・地政学的事象のほんの一部に過ぎません。例えば、西欧民主主義国における政治的二極化は存在し続けています。続発する暗号資産のメルトダウンと規制強化の可能性で、流動性に圧力がかかる可能性があります。北朝鮮とイランは、国際協定に違反して核兵器の開発を続けています。南米や中東の政治情勢には少なからず課題が散見されます。化石燃料の供給と価格が不安定化する可能性があります。

サイバーセキュリティは、多くの公的機関や民間企業にとって、引き続きウィークポイントになっています。新型コロナウイルスの感染再拡大は公衆衛生に悪影響を及ぼす可能性があります。為替市場とデフォルト率も引き続き懸念材料となっています。2023年を迎えるに当たり、投資家は経済動向、市場動向以外にも多くの変数を考慮に入れておく必要があります。

脚注

1. 右記から得たデータをGlobal Xが分析:Bloomberg L.P.(日付なし)。「データセット」。2022年11月18日に取得。
2. 同上
3. 同上
4. Feng, E.(2022年11月28日)。How a deadly fire in Xinjiang prompted protests unseen in China in three decades (新疆ウイグル自治区の火災で犠牲者が発生、これをきっかけに中国で過去30年間見られなかった抗議活動がどのように広がったか)。NPR。 <https://www.npr.org/2022/11/26/1139273138/china-protests-covid-lockdown-urumqi-beijing>
5. Ng, A.(2022年10月31日)。China's economy could rebound soon, but longer-term growth will be 'deeply challenging' (中国経済は間もなく回復する可能性があるが、長期的な成長には「深刻な課題」が横たわっているとされる)。CNBC。 <https://www.cnbc.com/2022/11/01/china-economic-outlook-covid-reopening-versus-decoupling-competition.html>
6. Zhang, L.(2022年10月16日)。China's Xi defends zero-Covid policy and warns Taiwan at opening of Communist Party Congress (中国の習近平国家主席、共産党大会開幕式でゼロコロナ政策を擁護、さらに台湾に対しては警告)。Reuters。 <https://www.nbcnews.com/news/world/china-xi-jinping-communist-party-congress-zero-covid-taiwan-military-rcna52443>
7. 右記から得たデータをGlobal Xが分析:Bloomberg L.P.(日付なし)。「データセット」。2022年11月18日に取得。
8. He, L.(2022年11月15日)。US-China meeting lays groundwork for stronger economic ties (米中会談で経済関係強化の下地作り)。CNN。 <https://www.cnn.com/2022/11/15/business/us-china-g20-meeting-stronger-ties-intl-hnk>
9. 同上
10. Shastry, V.(2021年9月3日)。China Is Decoupling And Setting Its Own Economic Order (中国、デカップリングを進めるとともに、独自の経済秩序を構築)。Forbes。 <https://www.forbes.com/sites/vasukishastry/2021/09/03/china-is-decoupling-and-setting-its-own-economic-order/?sh=5009d23c242d>
11. Wessel, D.(2018年6月7日)。Alternatives to the Fed's 2 percent inflation target (FRBの2%インフレ目標に対する代替案)。Brookings。 <https://www.brookings.edu/research/alternatives-to-the-feds-2-percent-inflation-target/>
12. Ashworth, M.(2022年2月18日)。The 2% Inflation Target Should Be Consigned to History (2%のインフレ目標は歴史の評価に委ねるべき)。Washington Post。 https://www.washingtonpost.com/business/energy/the-2percent-inflation-target-should-be-consigned-to-history/2022/02/18/346005b8-9089-11ec-8ddd-52136988d263_story.html
13. Cox, J.(2022年5月16日)。Bernanke says the Fed's slow response to inflation 'was a mistake' (バーナンキ氏、FRBのインフレへの対応の遅れは「誤りだった」と断言)。CNBC。 <https://www.cnbc.com/2022/05/16/bernanke-says-the-feds-slow-response-to-inflation-was-a-mistake.html>
14. Cox, J.(2021年12月13日)。El-Erian says 'transitory' was the 'worst inflation call in the history' of the Fed (エラリーアン氏、「一時的」はFRB史上最悪のインフレ対応だったと発言)。CNBC。 <https://www.cnbc.com/2021/12/13/el-erian-says-transitory-was-the-worst-inflation-call-in-the-history-of-the-fed.html>
15. 右記から得たデータをGlobal Xが分析:Bloomberg L.P.(日付なし)。「データセット」。2022年11月18日に取得。



16. Duttagupta, R. and Pazarbasioglu, C. (2021年)。Miles to go: Emerging markets must balance overcoming the pandemic, returning to more normal policies, and rebuilding their economies (先は長い:新興国は新型コロナウイルスの克服、より正常な政策への復帰、そして経済の再建のバランスを取る必要がある)。IMF。
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/06/the-future-of-emerging-markets-duttagupta-and-pazarbasioglu.htm>
17. 同上
18. 同上
19. Kammer, A., Azour, J., Selassie, A.A., Goldfajn, I., and Rhee, C. (2022年3月15日)。How War in Ukraine Is Reverberating Across World's Regions (ウクライナ戦争は世界各地でどのように受け止められているか)。IMF。
<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/03/15/blog-how-war-in-ukraine-is-reverberating-across-worlds-regions-031522>
20. 右記から得たデータをGlobal Xが分析: Bloomberg L.P. (日付なし)。[データセット]。2022年11月18日に取得。
21. 同上
22. Deghi, A., Natalucci, F., and Qureshi, M.S. (2022年4月18日)。Emerging-Market Banks' Government Debt Holdings Pose Financial Stability Risks (新興国の銀行は国債の保有で財務の安定が脅かされている)。IMF。
<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/04/18/blog041822-gfsr-ch2-emerging-market-banks-government-debt-holdings-pose-financial-stability-risks>
23. 同上
24. Borst, N. and Creehan, S. (2017年7月24日)。David Dollar on Marking the 20th Anniversary of the Asian Financial Crisis (デビッド・ドラー氏、アジア金融危機20周年を迎えるに当たって)。Federal Reserve Bank of San Francisco。
<https://www.frbsf.org/banking/asia-program/pacific-exchanges-podcast/asia-financial-crisis-20th-anniversary/>
25. Hirose, Y. (2022年10月13日)。Emerging-market debt breaches 250% of GDP, making it G-20 focus (新興国債務、GDP比250%突破、G20の焦点に)。Nikkei Asia。
<https://asia.nikkei.com/Economy/Emerging-market-debt-breaches-250-of-GDP-making-it-G-20-focus>
26. USASpending.gov (2022年9月30日)。The Federal Response to COVID-19 (新型コロナウイルスに対する連邦政府の対応)。
<https://www.usaspending.gov/disaster/covid-19?publicLaw=all>
27. Statista (2021年5月)。Value of COVID-19 fiscal stimulus packages in G20 countries as of May 2021, as a share of GDP (G20諸国の新型コロナウイルス関連財政刺激策の規模(対GDP比、2021年5月時点))。
<https://www.statista.com/statistics/1107572/covid-19-value-g20-stimulus-packages-share-gdp/>
28. Ezrati, M. (2019年5月28日)。What Is Modern Monetary Theory? (現代貨幣理論とは何か?) Forbes。
<https://www.forbes.com/sites/miltonezrati/2019/05/28/what-is-modern-monetary-theory/?sh=d90918031869>
Kearney, M.S.、Mogstad, M. (2019年8月23日)。Universal Basic Income (UBI) as a Policy Response to Current Challenges (現在の課題に対する政策対応としてのユニバーサル・ベーシック・インカム)。Aspen Institute。
<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/08/UBI-ESG-Memo-082319.pdf>。de Paz-Báñez, M.A.、Asensio-Coto, M.J.、Sánchez-López, C.、Aceytuno, M.T. (2020年11月13日)。Is There Empirical Evidence on How the Implementation of a Universal Basic Income (UBI) Affects Labour Supply? (ユニバーサル・ベーシック・インカムの導入が労働供給にどのように影響するかについての実証的証拠はあるか?) システマティックレビュー。Sustainability。
<https://www.mdpi.com/2071-1050/12/22/9459>
29. 右記から得たデータをGlobal Xが分析: Bloomberg L.P. (日付なし)。[データセット]。2022年11月18日に取得。de Paz-Báñez, M.A.、Asensio-Coto, M.J.、Sánchez-López, C.、Aceytuno, M.T. (2020年11月13日)。Is There Empirical Evidence on How the Implementation of a Universal Basic Income (UBI) Affects Labour Supply? (ユニバーサル・ベーシック・インカムの導入が労働供給にどのように影響するかについての実証的証拠はあるか?) システマティックレビュー。Sustainability。
<https://www.mdpi.com/2071-1050/12/22/9459>
30. de Soyres, F.、Santacreu, A.M.、Young, H. (2022年7月15日)。Fiscal policy and excess inflation during Covid-19: a cross-country view (新型コロナウイルス感染拡大時の財政政策と過剰インフレ: 国家間比較)。Federal Reserve。
<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/fiscal-policy-and-excess-inflation-during-covid-19-a-cross-country-view-20220715.html#:~:text=ln%20large%20economies%2C%20not%20surprisingly,ppt%20in%20the%20Euro%20Area>
31. Gleckman, H. (2022年11月16日)。What Will The Midterm Elections Mean For Tax Policy? (中間選挙は税制にとって、どのような意味があるか?)。Forbes。
<https://www.forbes.com/sites/howardgleckman/2022/11/16/what-will-the-mid-term-elections-mean-for-tax-policy/?sh=d6ba96a3e678>
32. The Editors of Encyclopedia Britannica (2015年7月10日)。『list of wars』(戦争一覧)。Encyclopedia Britannica。
<https://www.britannica.com/topic/list-of-wars-2031197>。2022年11月26日に閲覧
33. Gannon, J.A. (2022年11月9日)。If Russia Goes Nuclear: Three Scenarios for the Ukraine War (ロシアが核を使用



- したら：ウクライナ戦争、3つのシナリオ)。Council on Foreign Relations。 <https://www.cfr.org/article/if-russia-goes-nuclear-three-scenarios-ukraine-war>
34. Mitchell, E., Meyn, C. (2022年11月25日)。Five crucial questions as Russia-Ukraine war enters winter(ロシア・ウクライナ戦争が冬を迎えるに当たっての5つの重要な疑問)。The Hill。 <https://thehill.com/policy/defense/3748660-five-crucial-questions-as-russia-ukraine-war-enters-winter/>
35. Gannon, J.A. (2022年11月9日)。If Russia Goes Nuclear: Three Scenarios for the Ukraine War(ロシアが核を使用したら：ウクライナ戦争、3つのシナリオ)。Council on Foreign Relations。 <https://www.cfr.org/article/if-russia-goes-nuclear-three-scenarios-ukraine-war>
36. Cooper, H., Barnes, J.E., Schmitt, E. (2022年11月2日)。Russian Military Leaders Discussed Use of Nuclear Weapons, U.S. Officials Say(ロシア軍首脳部、核兵器の使用を協議と米政府高官が発表)。The New York Times。 <https://www.nytimes.com/2022/11/02/us/politics/russia-ukraine-nuclear-weapons.html>
37. Gannon, J.A. (2022年11月9日)。If Russia Goes Nuclear: Three Scenarios for the Ukraine War(ロシアが核を使用したら：ウクライナ戦争、3つのシナリオ)。Council on Foreign Relations。 <https://www.cfr.org/article/if-russia-goes-nuclear-three-scenarios-ukraine-war>
38. Howard, B. (2022年11月12日)。Here are the three big issues facing Ukraine as a tough winter approaches(厳しい冬が近づく中、ウクライナが直面する3つの重大な課題)。CNBC。 <https://www.cnbc.com/2022/11/12/here-are-the-three-big-issues-facing-ukraine-as-winter-approaches.html>
39. Feng, J. (2022年11月15日)。「Nuclear Weapons Must Not Be Used」 Xi Told Biden in Subtle Rebuke of Putin(「核兵器は使用してはならない」と習近平国家主席がバイデン大統領に暗にプーチン氏を非難)。Newsweek。 <https://www.newsweek.com/us-china-joe-biden-xi-jinping-vladimir-putin-nuclear-weapons-russia-ukraine-war-1759605>

Global X Management Company, LLC (Global X)による情報提供。

投資には元本が毀損する可能性などのリスクが伴います。分散投資は利益を確約するものでも、損失に対する保証でもありません。

本資料は特定の一時点における市場環境の評価であり、今後の出来事を予測することを意図しておらず、今後の成果を保証するものではありません。この情報は個人または個別の投資アドバイスまたは税務アドバイスを意図するものではありません。この情報を売買または取引のために使用しないでください。投資、納税、税務については、投資顧問、税理士をはじめとする専門家に相談してください。

