

— 2022 OUTLOOK —
**THE NEW
NORMAL**
COMES INTO VIEW

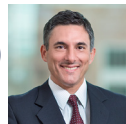
2022年 経済見通し ラウンドテーブル

2022年もグローバル経済の回復は続くと思われていますが、サプライチェーンの混乱や長引く物価上昇など、様々なリスクが存在します。当ラウンドテーブルでは、これらの問題をトップダウンとボトムアップの両面から分析していきます。



Christopher Smart
(クリストファー・スマート、モデレーター)

チーフ・グローバル・ストラテジスト&
ペアリングス・インベストメント・インスティテュート責任者



Ricardo Adrogué
(リカルド・アドロゲ)

ソブリン債券&為替責任者



James Leung
(ジェームズ・レオン)

マルチアセット・アジア・パシフィック責任者



Alexandra Hillier
(アレクサンドラ・ヒリアー)

グローバル株式・ヘルスケア部門責任者



Julie Niedzwiecki
(ジュリー・ニエジヴィエツキ)

プライベート・エクイティ&実物資産
ディレクター



Abby Rosenbaum
(アビー・ローゼンバウム)

不動産リサーチ・チーム
ディレクター

“また、見落とされがちですが、グローバル貿易は2008年から2020年まで低迷していたものの現在はかなり活況を呈しており、世界経済とエマージング市場双方のサポート要因となっています。”

クリストファー：不確実性や未知のものが数多くありますが、先進国市場においては1年前と比較してパンデミックが収束しつつあるようです。アレクサンドラ、先進国とエマージング諸国におけるワクチン接種の状況とロックダウンの可能性に対するリスクについて教えてください。

アレクサンドラ：免疫回避の水準が著しく高い新たな変異株が出現しない限り、現在はワクチンを接種した人口の割合が比較的高いことから、先進国市場における大規模かつ長期に及ぶロックダウンのリスクはかなり低いと考えています。一方、エマージング諸国における状況はあまり明確ではありません。2022年には、世界全体においてワクチン接種が可能となる量が生産されると思われませんが、ワクチンの配布や腕への接種という点において、複数の懸念点があります。新型コロナウイルスの感染が拡大している国々の市場では、ある種の集団免疫に達しつつあります。

クリストファー：リカルド、各国政府が金融・財政両面における緩和政策の縮小を検討している中、2022年の世界的な需要のモメンタムについて説明してください。

リカルド：米連邦準備制度理事会（FRB）は、デュアル・マンドート（「物価の安定」と「雇用の最大化」）に係るインフレ目標を効果的に達成したと発表しました。そのため、2022年には自立的な成長が見込まれており、グローバル経済およびエマージング市場にとって非常に好都合です。しかし同時に金融緩和の縮小も行われています。先進国の主要な政策立案者は、金融緩和の大幅な縮小はないと示唆しているため、エマージング市場には、同ウイルスのワクチン接種の完了もしくは先進国市場のように同ウイルスの脅威に対する大きな進展を遂げるための時間的猶予がある可能性があります。

また、見落とされがちですが、グローバル貿易は2008年から2020年まで低迷していたものの現在はかなり活況を呈しており、世界経済とエマージング市場双方のサポート要因となっています。

クリストファー：今年のエマージング市場の苦戦は、米国における利上げ期待の高まりや米ドル高が一因です。2022年もそうした逆風は続くのでしょうか？

リカルド：その可能性は高いと思われます。しかし、重要なことは、エマージング市場の中でも国によって非常に大きな違いがあるということです。先進国市場と同等の経済規模を有する国の多くは、国内市場から借り入れることができます。一方、経済規模が小さく、外部資金への依存度が高い国もあります。このような国は、パンデミックを含む各種危機により大打撃を受ける傾向があり、2022年もインフレ圧力の中で苦戦を強いられる可能性があります。

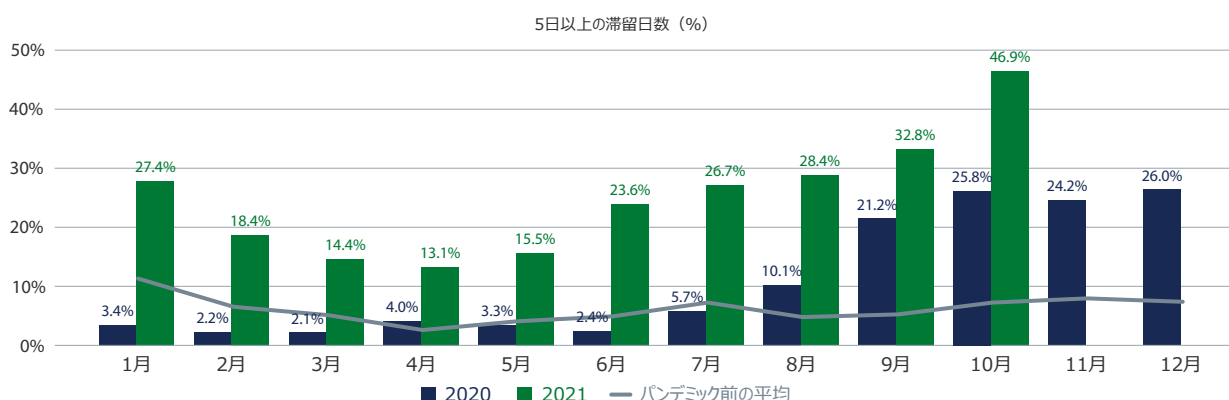
クリストファー：ジュリー、あなたはサプライチェーンの問題に詳しいですね。なぜサプライチェーンはこれほど見事に崩壊してしまったのか、そしてどの程度の期間で回復すると期待できるのか教えてください。

ジュリー：簡単に言ってしまうと、問題は複雑であるためすぐに解決されません。人は商品の出荷や保管、受け取りといった作業の根幹を成します。経済再開時には、同ウイルスによる新しい日常により労働効率が低下しました。一部の地域では、同ウイルスによるロックダウンが続いているため、人手の増加もしくは自動化を進める必要があります。

商品の70%以上は、最終的にトラックによる運送です。ATAによると、米国における足元の需要を満たすためには、さらに8万人のトラックドライバーが必要とされていますが、このドライバー不足問題は以前から生じていました。所定労働時間や薬物検査政策、人材の高齢化などは、すべて2020年以前の問題でした。このような背景から、事態が正常化するまでの12~18ヶ月間は厳しい状況が続くと考えています。

米国以外では、欧州市場においても同様にトラックドライバーに係る問題に直面しているほか、ゼロ・トレランス政策を採用している一部のアジアの国々では、多くのロックダウンを経験し、似た問題に直面しています。

図1: ペドロ・ベイ — 西海岸港湾の混雑度指標



出所: PMSA 2021年10月末現在

クリストファー：ジェームズ、世界のサプライチェーンの中で最も重要なネットワークのひとつである香港に居住していますね。貿易はどの程度正常に戻ったのでしょうか。また、今後数ヶ月間にどのような混乱が起こるのでしょうか。

ジェームズ：ジュリーと完全に同意見です。これはグローバルな問題であり、アジアでも顕著に見られています。中国の貿易活動は米国や欧州などの先進国市場向けの好調な出荷により下支えされていますが、懸念材料は依然として多くあります。名目輸出の増加の一部は、確実に価格の急騰によるものです。しかし、今後数四半期の間に、同ウイルスを要因とする一部の中国貿易に対するサポート要因は解消されると予想しています。日本では、自動車関連企業が、半導体の供給不足による減産や東南アジアからの部品調達が難航している点が指摘されます。この問題はすぐには解決しないと思われます。

クリストファー：貿易における困難以外にも、投資家が注目している要素があります。中国経済にとって、規制強化や不動産業界の混乱、電力不足などの逆風はどの程度深刻なのでしょうか。

ジェームズ：不動産市場の悪化は固定キャッシュフロー資産への投資を弱体化させているほか、同ウイルス・ゼロ政策が消費回復の妨げとなっているのは明白です。しかし、今後数ヶ月間にGDP成長が急激に鈍化した場合には、政府が財政・金融政策の面で何らかの緩和政策を行って成長を下支えし、さらに最も重要なことは、不動産主導のハードランディングを回避すると見えています。例えば、最近中国人民銀行（PBOC）が発表した新しいグリーン・レンディング・ツールは、少なくとも短期的には成長率の低下圧力を相殺するための焦点を絞った緩和政策の第一歩である一方、脱炭素化という長期的な目標の達成にも役立つと考えられます。他の分野で予想される焦点を絞った緩和政策と合わせ、何らかのエンジンがかかって2022年の中国の成長率が緩やかに回復することを期待しており、より広範な意味では、2022年はグローバル成長率がまちまちになると考えています。

クリストファー：アビー、米国と欧州では何が予想されますか？米国では住宅市場が非常に厳しい状況にあります。オフィスや商業施設では、どれだけの労働者がオフィス勤務に戻るのかという疑問が残ります。パンデミック後、どのような使用状況となるのでしょうか。

アビー：まず、良いニュースからお伝えします。これまで最も厳しい状況にあったオフィスや小売りを含むすべての主要な不動産セクターにおいて、根強い入居需要とファンダメンタルズの改善が見られており、2022年もこの傾向は継続すると思われる。集合住宅および

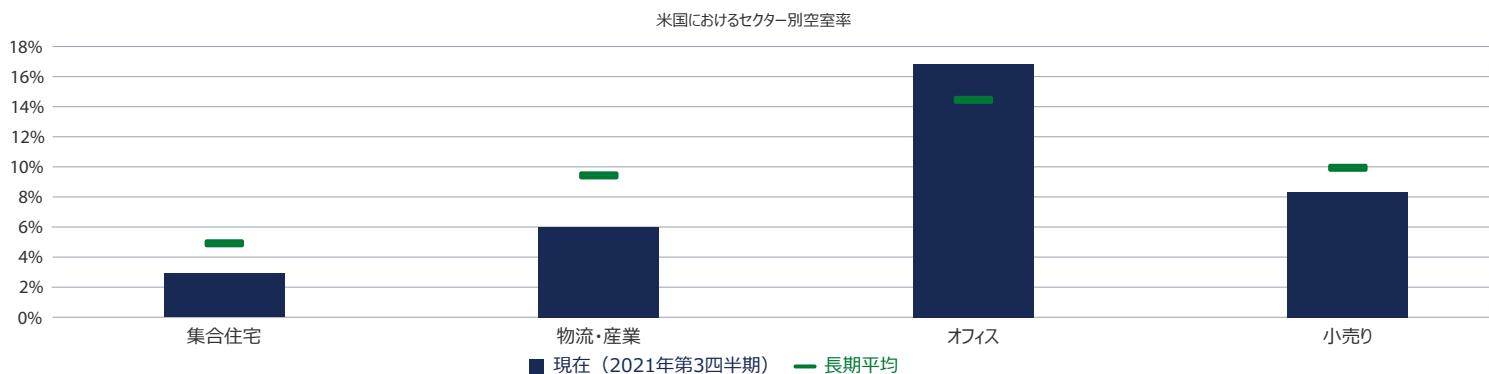
産業用不動産は最も好調でした。集合住宅は同ウイルスの影響を受けなかったわけではありませんが、米国のほとんどの市場で空室率が低下しています。また、賃料の上昇も見られ、コンセッション（所有権を公的機関に残し、運営権を民間企業に売却）方式も下火になりました。マルチファミリー集合住宅の許可件数の増加は、短期的には新規供給の増加を示唆していますが、住宅需要と世帯形成による強力かつ長期的な追い風を受けて、今後数四半期は堅調なパフォーマンスが期待されます。

物流・産業セクターでは、世界的に堅調な貿易状況や製造業データの改善、小売り全体に占めるeコマースのシェア上昇などが同セクターのパフォーマンスに対する追い風となっています。この回復は非常に堅調で、同セクターにおける空室率は現在歴史的な低水準となっています。短期的には消費および貿易活動の維持が予想されるため、同セクターにおける賃料は健全な伸びを示し、2022年の見通しもポジティブであると思料されます。

困難に直面しているのはオフィスおよび小売りの2つのセクターです。オフィスセクターでは安定化の兆しが見え始めているものの、在宅勤務が引き続き逆風となっています。仕事環境がハイブリッドとなったとしても、物理的なオフィスは企業文化の重要な一部となり続けると考えており、郊外および中心業務地区（CBD）双方において、質の高いワークスペースに注目しています。

欧州においても、特に集合住宅や物流・産業セクターにおいて同様のパターンが見られます。オフィスセクターでは、オフィス勤務に戻る労働者の増加により、米国よりも回復が先行しています。

図2: 米国不動産のトレンド



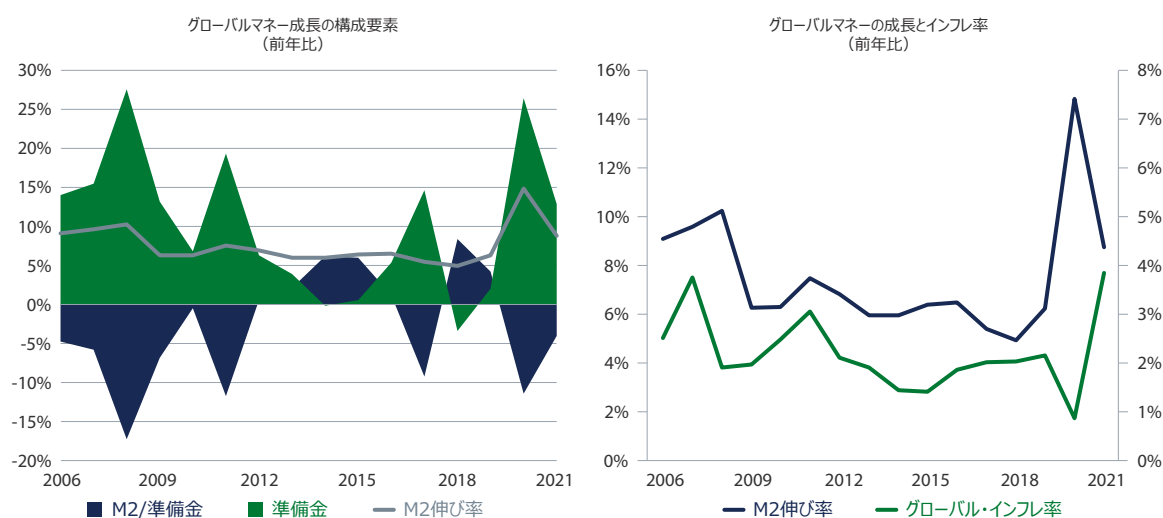
出所: CBRE Econometric Advisors 2021年第3四半期現在

クリストファー: リカルド、グローバル経済は引き締めと緩和が共存する複雑な状況です。インフレの長期化懸念はありますか？

リカルド: 2~3年程度の短期的なインフレからの影響はないと考える10年債と30年債を選好しています。短期的にはインフレ率は非常に高く、長期にわたり金利低下を引き起こした主な要因である人口動態、つまり人口増加率の低下を引き起こしている出生数の減少といったトレンドは、しばらく継続すると見ています。

一般的にあまり語られることのないものに、貨幣の量があります。今回は量的金融指標であるM2に注目していますが、これは基本的に預金（商業銀行）と準備金（中央銀行）の合計です。来年に向けて、中央銀行は大量の貨幣創出を認識していると見ています。2009年、銀行は中央銀行のほとんどすべての政策を相殺しました。中央銀行は約25%の余剰金を創出したものの、銀行は約20%を貸し出さませんでした。その結果、信用創造は約5%になり、インフレは生じませんでした。2021年には中央銀行が26%の余剰金を創出しましたが、パンデミックは金融危機とは異なり、銀行が貸し出さなかった資本量は10%程度にとどまりました。

図3: QE解除に注意



出所: Haver Analytics、Bloomberg、ヘアリングス推計

現在、中央銀行は量的緩和 (QE) を縮小し、準備金の残高を縮小するとともに準備金を金融システムから除外する議論を始めています。商業銀行はM2を創出する必要があります。さもなくば、パンデミック前のトレンドだった低インフレ・超低金利の状態に確実に戻るでしょう。

“グローバル化は終焉しておらず、常に進化していると思います。中国からの分散を期待していますが、貿易問題を抱えている今、米国にとってはメキシコなどの近隣国へのアウトソーシングが魅力的になっています。”

クリストファー : ジェームズ、あなたがインフレ圧力について最も懸念していることは何ですか？

ジェームズ : 多くの企業は、少なくとも現時点では、非常に強力な価格決定力により利益率の保守が可能となっています。これは企業利益にとっては有利ですが、消費者がインフレ期待を抱き始めているという懸念は実際には非常に自然でもあり、厄介でもあります。健全な利益率を維持している企業は、供給が正常化すればすぐにでも生産量を増やしたいと考えており、そうすれば価格圧力はいずれ緩和されるでしょう。しかし、市場が新たな均衡点を見出すには時間がかかるため、少なくとも2022年前半までは価格の上方トレンドが続くと予想しています。

クリストファー : ジュリー、サプライチェーンの混乱により、グローバル化の終焉が指摘されています。最も興味深い投資機会と、それがサプライチェーンの国内回帰によるものと考えているか、教えてください。

ジュリー : グローバリゼーションは終焉しておらず、常に進化していると思います。中国からの分散を期待していますが、貿易問題を抱えている今、米国にとってはメキシコなどの近隣国へのアウトソーシングが魅力的になっています。道路や鉄道などの陸上輸送を利用できるため、カナダや米国、メキシコのサプライチェーンを結ぶ物流は注目を集めており、海外輸送に比べて複雑性やコストの不確実性を最小限に抑えることができます。

ここでの大きな教訓は、一つの供給源に頼ることは非常にリスクがあるということです。海外生産を諦めることはないと思いますが、より近隣国での生産が重要となるでしょう。ボトルネック解消のため、輸送ネットワークへの投資を検討しています。例えば、活用されていない西海岸の港湾への新たなアクセスポイントの開発などです。また、クラスA（大型）トラックの自動運転レベル4にも引き続き注目しています。これは、限られた条件下にて、無人運転状態を可能にするものです。これにより、トラックドライバーの必要性が減るだけでなく、車両を1日24時間稼働させることが可能となり、機器の稼働率を高めることができます。

クリストファー : もし、グローバル化が終焉しておらず、サプライチェーンの再編が行われるとしたら、ジャストインタイム物流はなくなるのでしょうか？ 私は、一つの供給源に頼るのではなく、限定的な在庫の保有が利益を高めることにつながると考えています。企業はその見直しに着手するのでしょうか？

ジュリー : 今後3年間は在庫が増加すると考えますが、いずれこれらの問題は忘れられ、以前のように利益の最大化と最低限の供給維持を追求すると思われるため、短期的にはイエスですが、長期的にはおそらくそうはならないでしょう。

クリストファー：アビー、在庫問題は解消されると思いますか？また、広範な意味で、どの不動産セクターに投資機会を見出していますか？

アビー：小売り企業の在庫は非常に少量であるため、店舗は今後も小売り企業の戦略に欠かせない要素となるでしょう。パンデミック以降、店舗での買い物やカーブサイド（ドライブスルー方式による駐車場での販売手法）、クリック&コレクト（オンライン購入後、自宅ではなく店舗で商品を受け取ること）、もしくは配送など、ラストワンマイルの物流要素が非常に重要になっています。サプライチェーンの混乱は年末商戦に向けて深刻化すると思われませんが、小売り企業は消費者に商品を届ける方法をより熟知してきています。

実店舗での商品販売は非常に重要になってくるので、eコマースに強いオムニチャネル（顧客があらゆるチャネル（販路、顧客接点）から購買ができるよう流通経路をつなげること）機能を備えた好立地のセンターが今後最も有利な状況にあると考えています。その他のセクターでは、科学、技術、工学、数学（STEM）セクターの市場に注目しています。同セクターには、人を惹きつける研究機関や大学があり、最も人口が増加しており、特に郊外の集合住宅や高品質でハイブリッドなオフィス物件に注目しています。物流・産業セクターでは、ヘアリングスが追跡している上位20都市のラストマイル物件や、インフラや豊富な労働力を有する新興の地域流通拠点（人口集積地に近い）のファーストマイル物件など、新たなサブマーケットに注目しています。

クリストファー：ジェームズ、2022年に向けてマルチアセット・ポートフォリオを構築する際、株式が特に良好とのことですが、他に注目している分野はありますか？

ジェームズ：マルチアセット投資は決して容易ではなく、年々その難易度を増しています。私たちは、投資サイクルに基づいた投資手法の基本に立ち返り、スタイル選択により明確なシグナルを得ることができます。ほとんどの先進国では経済成長のピークを過ぎているため、2022年以降、経済成長が緩やかになった場合、質の高い成長銘柄が最適だと考えています。ヘアリングスのポートフォリオはすでにこの傾向を取り入れており、同スタイルのポジショニングは2022年も良好に推移すると考えています。

ヘアリングスは、良好な収益見通しや情報技術企業に対するエクスポージャーが高いという点で、依然として米国を愛好しています。日本市場は、経済再開により堅調な収益回復や継続的な景気拡大、金融政策、大規模な財政刺激策などが、トップダウンの観点から国内株式の下支え要因となり、他の先進国市場に追いつく可能性があります。

クリストファー：リカルド、あなたは先進国およびエマージング諸国のソブリン債券および為替をグローバルにモニターしていますが、2022年注目している投資機会について教えてください。

リカルド：最大の投資機会は、クレジット分野、特にBB格のソブリンにあると思います。もちろん、B格の中でも善戦している国は今後非常に良好なパフォーマンスが期待できると思われれます。しかし、一般的に、BB格のソブリンが最適な状況にあると見ています。また、エマージング市場の金利は先進国市場の金利に追随していないため、ローカル金利にも投資機会があると見ています。例えば、メキシコやロシア、ブラジルのように、先進国と同程度のインフレ率である国では金利は安定しています。最後に、為替は歴史的に見て割安感があり、魅力的な投資機会を提供しています。

同レポートは、バーチャルのパネルディスカッションの内容をもとに作成されています。ポッドキャストはこちらからお聴きいただけます*。

*ポッドキャストの URL: https://www.barings.com/institute/2022-economic-outlook_pod

Barings is a \$387+ billion* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2021 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・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396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがあります。事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。 1965739

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of September 30, 2021

21-1940140