＜ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社コメント＞

2023 年 10 月

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 301 号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

インベストメント アウトルック(2023 年 7-9 月期)

米国債利回りは 2007 年以来の高い水準に達しており、米国経済はクレジット・サイクルの終盤にあると考えています。

住宅ローン金利の引き上げと融資基準の厳格化が余儀なくされる一方、原油価格は 1 バレル当たり 90 ドルを超え、米ドルは年初来高値を更新しました。これらの要因は引き続き金融状況を引き締め、インフレ率を FRB（米連邦準備理事会）の目標である 2.0%へ低下させる助けとなります。

こうしたサイクル後半のダイナミクスはソフトランディング、ランディングなし、あるいはハードランディングのいずれにつながるのでしょうか? これまでのところ、2023 年の底堅い GDP 成長、株価の上昇、クレジットスプレッドの縮小を考慮すると、米国市場はハードランディングを織り込んでいるとは思えません。しかし、欧州の GDP 成長率は 3 四半期にわたりゼロ近くで停滞しており、中国経済は不動産業界の破綻が続いているため依然としてデフレが続いています。ますます不安定になる世界経済の中で、米国は安定の島であり続けることができるのでしょうか? 2024 年に向けての洞察を提供するために、これらのクレジット・サイクルのダイナミクスを考えていきます。

マクロドライバー

私達の見解では、財政政策の状況が、世界のクレジット・サイクルにおいて主要国が現在どの位置にあるかを決定する重要な要因となっています。ポジショニングに関しては、米国は景気後退に陥るリスクが高まっている景気サイクルの後半にあり、欧州は景気後退の瀬戸際にあり、中国は景気後退にあると見ています。

- 新型コロナウイルス感染症のパンデミック以来、財政政策は米国の消費者セクターと企業セクターに大きなサポートを提供してきました。さらに、両セクターは 2020 年と 2021 年における超低金利状態からもメリットを受けてきました。これらの動きは、FF 金利の上限を 5.5%に引き上げた 1980 年代初頭以来の FRB による最も積極的な引き締めサイクルからの影響を受けにくくしました。

- 債券利回りが第 3 四半期に急上昇したのは主に経済成長に対する楽観的な見方と、増大する財政赤字に対応するための国債発行増への懸念によります。FRB は 2023 年の GDP 予想を 6 月時点の 1.0%から 2.1%へ上方修正し、楽観的な成長見通しを確認しました。

- パンデミック後のヨーロッパの財政政策は、一般的にグリーンエネルギーへの移行を奨励することに向けられていました。この政策は長期的なエネルギー投資を奨励するため、経済に長期的な影響を与える可能性がありますが、短期的にインパクトを与える部分は欠けていました。こ

の事が、ユーロ圏の GDP が昨年、米国の 2.5%（2023 年 6 月 30 日時点）に比べて、0.5%しか成長しなかった理由の要因だったと考えています。

- パンデミック後の中国の財政政策は企業の生産へのサポートをより重視しました。消費者は失われた収入を補うために支出を抑えることを余儀なくされており、さらに不動産業界の破綻は消費支出に大きな影響を与えています。中国は現在デフレ環境にあり、消費者物価のインフレ率は実質的にゼロ、生産者物価は昨年比 3%下落、中国人民銀行による利下げ、国債利回りの低下、人民元の下落が続いています。

コーポレートクレジット

FF金利が 5.5%まで上昇しているにもかかわらず、2023 年の GDP 成長率予想は 2.1%まで上昇しており、これがリスクの高い企業信用を支える重要な要因となっていると考えています。

- クレジットスプレッドは過去 1 年間で大幅に縮小しました。ブルームバーグ米国総合企業指数の平均で表される米国の投資適格債スプレッドは、2022 年 10 月 12 日に 165bp でピークに達し、2023 年 9 月 26 日時点の 116bp へ縮小しました。

- 国債比のクレジットスプレッドが縮小するにつれ、米国、欧州、新興国市場における投資適格、ハイイールド、バンクローンセクター全体の超過収益は相当なものとなりました。

- 振り返ると、2022 年 10 月にクレジットスプレッドがピークに達したとき、FRB やその他の中央銀行は積極的に金利を引き上げており、2023 年の経済成長期待は崩れつつありました。2023 年の GDP 成長率予想は 2022 年 10 月までに 0.4% まで落ち込み、完全な景気後退の水準に非常に近づいていました。

- これまでのところ、2023 年は株価が上昇し、クレジットスプレッドが縮小する「リスクオン」環境であると考えています。2023 年の過去 3 四半期、S&P500 種株価指数の利益はマイナスとなったものの、通常は景気の低迷を予感させる企業の人員削減の状態にまでは落ち込んでいません。

- 私達は 2024 年の GDP 成長率予想を注意深く見守っています。ブルームバーグのコンセンサスによると 2024 年の成長率について 0.9%と予想されていますが、FRB は現在 1.5%と予想しています。現時点では、私達の見方はこれらの成長予測の両方について下回っています。クレジットスプレッドはタイトであり、今後 6 か月から 12 か月で拡大する可能性が高いと見ています。私達の見解では、債券利回りの急上昇、米ドル高、エネルギー価格の上昇により、成長期待は高すぎるように思えます。

政府債務と政策

米国の経済成長期待が高まり、投資家がFF金利の「長期にわたる上昇」を予想する一因となっています。

- 現在のFF先物市場を見ると、2024 年 1 月末までに 2 回の利下げが予想されていた 2023 年 6 月と比較すると、2024 年の利下げは 2 回のみということが織り込まれています。

- FRB が発表した 9 月の経済予測サマリーでは、2023 年と 2024 年の GDP 成長率予測が引き上げられ、景気下振れのリスクがほとんど、あるいはまったくないことを示唆し、FF金利がより高く、より長く維持される見通しを裏付けました。FRB はまた 2024 年の失業率見通しを 4.6%から長期均衡水準である 4.1%へ引き下げています。

- FRB の 9 月の見通しでは、2024 年のFF金利の予想中央値が 4.6%から 5.1%に引き上げられました。
- 各国中央銀行が国債ポートフォリオを削減すると同時に巨額の財政赤字が発生し、将来の国債を誰が購入するかについては多くの議論が巻き起こっています。
- 世界的に見て、インフレ率は依然として一般的な中央銀行の目標範囲であるプラスマイナス 2.0%からは程遠い状況にあります。私達は、長期にわたる高金利環境に突入しつつあるという確信をさらに強めています。
- 利回りが高くなると、金融環境はさらに引き締められる傾向があります。これにより、最終的には経済の勢いが弱まり、インフレ率が低下し、2024 年に向けて金利と債券利回りの低下が促されると考えています。

通貨

クレジット・サイクルの下降局面では、米ドルが他の通貨をアウトパフォームすることがよく見られます。私達はしばしば世界に悪いことが起きると米ドルが上昇することに気付きます。

- 最近、多くの市場の金利が米ドルに有利に動いています。これは米国と中国の利回り格差の状況に見られます。中国人民元は多くの新興国通貨にとって重要な通貨であり、先導役と見なされる可能性があります。通貨は中国にとってデフレ圧力からの脱出を助ける重要なツールとなっています。
- 欧州のガス価格は、2022 年にはメガワット時当たり 80 ユーロという高値から 11 ユーロに下落しましたが、依然としてパンデミック前の水準（平均 1 メガワット時当たり約 6 ユーロ）を上回っています。欧州のエネルギー危機は米国と比較してネガティブなショックとなる可能性が高く、2024 年に向けてユーロに下落圧力が加わる可能性があります。
- 現在、多くの新興国の金利は米国に比べてはるかに高くなっています。そのため、たとえ世界的な景気後退が起こったとしても、2024 年に新興国通貨が下支えされるものと私達は考えています。インフレが抑制されれば、FRB や他の中央銀行は利下げに踏み切る可能性があります。

エクイティ

注目すべきは、市場が 2024 年の企業収益が 10%近い力強い回復を期待しているようだということです。私達は、収益環境はより厳しいものになると予想しています。

- 最近の株式市場の調整は、債券利回りの上昇と一致していますが、利回りの上昇に伴ってディスカウントキャッシュフローが減少するため、これは驚くべきことではありません。
- 企業は価格決定力を失いつつあり、経済成長は今後も減速しそうです。売上高の成長を生み出すのはより困難になると考えており、今後さらに利益率が圧縮されるのではないかと考えています。
- 現在、S&P 500 の中で、最もパフォーマンスの高い銘柄とその他の銘柄の間には大きな乖離があります。たとえば、年初から 9 月 25 日までの均等加重型 S&P 500 指数のリターンは 2.0%であったのに対し、時価総額加重型 S&P 500 指数のリターンは 18%でした。ほとんどの銘柄の 2023 年のパフォーマンスはわずかな程度になるでしょう。

- 私達の見方では、株式市場のパフォーマンスは、小型株やディフェンシブではないセクターを含めて向上する必要があります。しかし、たとえそれが起こったとしても、クレジット・サイクルの拡大期後半の局面でそのような傾向を全面的に受け入れることには消極的です。

潜在的リスク

マクロ経済への逆風とプロフィット・リセッション（企業利益の前年比が2四半期連続でマイナスとなる状況）が定着しつつあるように見えることを考慮すると、債券に傾斜した慎重な資産配分スタンスが正当化されると考えています。

- 私達の基本的な見解は、現在、世界経済は脆弱な状況にあり、したがってクレジット・サイクルの下降局面に入るリスクにさらされているということです。
- ほとんどの資産のバリュエーションはすでにソフトランディング・シナリオを反映しています。私達はソフトランディングの可能性は約 20% であると考えており、したがって市場の価格は楽観的に値付けされていると見ています。
- 中期的にはプロフィット・リセッションを予想していますが、経済の弱さと高金利にもかかわらず、企業が困難を乗り越えて収益を拡大し続ける方法を見つけ出す可能性があります。
- 景気後退シナリオには失業率の上昇が付き物です。米国の失業率が 4.0%を超えなければ、ソフトランディングがベースケースとなる可能性があります。
- 市場のパフォーマンスはバラ色の状況を示唆していますが、私達はより慎重になっています。

トム・フェイヘイ

ルーミス社 シニア・グローバル・マクロ・ストラテジスト、マクロ戦略担当共同ディレクター

本資料は情報提供のみを目的として提供されるもので、運用上のアドバイスを目的としているものではありません。ここに含まれる見解や予測は著者の定性的判断および仮定を反映したもので、必ずしもルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社（以下、ルーミス社）の見解を示したものではありません。実際に起きることは予測と違うものになるため、市場が予測通りの動きをすることを保証することはできません。本資料の情報はルーミス社のいかなる投資戦略や運用商品の実際あるいは期待されるパフォーマンスを表すものではありません。第三者から入手したものを含め信頼できると判断した情報を元に作成しておりますが、その正確性を保証することはできません。本資料における見解は今後予告なしに変更することがあります。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書・商品説明書）をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]
■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.5%(税抜 5.0%)
■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%
■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用
…… 信託報酬 上限 2.035%(税抜 1.85%)
■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。
詳しくは投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)でご確認ください。
《ご注意》
上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託している以下、ルーミス社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当銘柄についての投資の助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本文の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては Loomis Sayles | Loomis, Sayles & Company をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

2023-10-49