

2017年4月



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(2017年1-3月期)

グローバル経済活動の同時並行的な拡大が、世界中で企業、消費者、投資家の心理を改善させています。多くの株式市場は過去52週の高値近くにあり、またクレジットスプレッドは過去数年間で低い水準にありますが、我々は依然、米国のクレジットサイクルが拡張期の後半に位置していると信じています。

### より緩和的でない金融政策がゆっくりと出現

数年間にわたる金融緩和による刺激の後、世界の主要経済はようやく堅調な成長とインフレーションへの確固たる歩みを見せ始めました。政策当局はゆっくりとギアチェンジしつつあります。FRB(米連邦準備理事会)は景気回復の開始以降3度目の利上げを行い、今年さらに2回、来年には3回の引き上げを行う構えに見えます。欧州では、欧州中央銀行が毎月の資産購入額を減額させ、超金融緩和からの脱却を少しずつ進めています。しかし、金利の正常化までの過程はゆっくりとしたもので、なお数年間を要するでしょう。グローバル経済の改善と金融緩和政策の解除に向けた緩やかなステップが、今年、これまでのところ、米ドルの強さを限定的なものとしています。

成長率とインフレは加速する方向に向いていますが、差し迫った経済ブームの兆候もなく、長期的な軌道は穏やかに見えます。米国の消費者信頼感指数は景気後退期前の高い水準となっています。そして中小企業の楽観見通しは2004年以降見られなかった高水準にきています。しかし、政策に関する不透明感が例外的に強まっていることが、民間非住居固定投資のような実際の経済指標を伸び悩ませる可能性があります。コンセンサスによる見方では、2019年まで米国実質成長率は年率2%程度の伸びでコア個人消費支出デフレーターは2%程度と予測されています。暑くもなく寒くもない快適な経済状態では、FRBは利上げをすることは出来ませんが、但し慎重に行っていく必要があります。

クレジットサイクルが進行するにつれ、我々は米国債の利回り曲線が残存長期よりも残存短期の方が利回り上昇することによって平坦化していくと予想しています。また我々はリスク資産に関するリターン見込みは、先進国の国債よりも好ましい数字になると予想しています。

## 経済環境は依然としてクレジットにポジティブ

グローバル経済が過去 2 年間以上緩やかに拡大を続け、多くの国で企業収益が再び増加基調に入っています。この 2 つの要因は、より高い利回りの社債プロダクトが国債に対して超過リターンを生み出すことをサポートするでしょう。米国と英国はクレジットサイクルの拡張期の後半に位置していて、もし経済と企業収益の改善が続くなら、いずれの国の社債も首尾よい投資成績を残せるでしょう。

総じて、米国投資適格企業のレバレッジはこれまでよりも高い水準にあります。商品関連セクターや金融を除けば、グロスのレバレッジは近年低下傾向にあります。投資適格社債のオプション調整後スプレッドは金融危機以降最も低い水準に近づいていますが、企業収益が改善していることから更に適度な超過収益を得られそうです。米国ハイイールド社債のスプレッドは 3 月最初に付けた底から約 50 ベイシスポイント拡大しましたが、歴史的にはまだタイトな水準にあります。企業収益改善の加速と、わずかかもしれませんが米国経済の拡大余地は、信用格付の格下げを緩やかなものとするでしょう。

他の国と比べ、収益状況がまだ模様でゆっくりと進行していた欧州企業は今後、財務面での健全化が進むことでしょう。投資適格ゾーンの中では、英国企業は過去 12 カ月間、グローバルのパフォーマンスを牽引してきており、当面、ブレグジットや英国中央銀行の資産買入れ停止のようなダウンサイドリスクにも対処できそうです。

## 新興国市場におけるポジションは恩恵を享受

米国社債利回りは歴史的にも最低水準、英国と欧州社債市場利回りはそれより更に低い水準にあるため、より高い利回りを求める投資家の視線はエマージング市場のソブリン債及び現地通貨建債券に向いています。新興国内では、個別国のパフォーマンスは政治や特異な経済状況によって影響を受けそうですが、概ね、新興国資産はグローバルにファンダメンタルズが改善していくことから恩恵を受けそうです。

米国ドル建て新興国債券は米国の投資家に通貨リスクを取ることなく、米国債以上のキャリー収益を稼げる機会を提供してくれています。もし米国債の利回りが予想通りに緩やかに上昇すれば、こうした米ドル建新興国の債券の利回り上昇圧力は限定されるでしょう。5 年間における低迷状態を経て、新興国企業収益はついに先進国企業収益より速く伸び始めました、これが年初来の新興国株式のアウトパフォームに繋がっています。加えて、先進国経済に対する新興国経済の成長率差異は新興諸国に有利に改善していくと見られ、そうなればこれは新興国資産への追い風となるでしょう。

## 株式のバリュエーションは低金利と収益の回復に支えられる

米国株式市場は近年、主に唯一最も健全な成長を遂げて来ましたが、パフォーマンスは広がってくる初期の段階にあると見られます。購買者指数やサプライズ指数のようなグローバル経済データは株式市場のセンチメントを支えています。先進国の株式市場は、テクノロジーやヘルスケア業主導によって今年これまでかなりの収益を記録しています。新興国市場もまた力強いスタートを切りました。究極的には、株価はマクロ経済環境と配当成長の基となる収益、株式投資家寄りの企業活動を反映します。我々は金利が上昇しても中期的には株式のバリュエーションへのサポート力が弱まるとは考えていません。もし我々の予想通り利回りが徐々に上昇していけば 2019 年の半ばまで 3.0% へ到達することにはならないでしょう。10 年国債 3.0% の水準は依然、2018 年予想で株価収益率 17.5 倍の株式市場をサポート出来るでしょう。よってたとえ昨年底打ちした金利水準がより高くなっても、株式は強いリターンを生み続けるでしょう。S&P500 指数の利回りは現在 2.0% を誇っていて、これは近年一貫した数字です。

2011 年以降増配の動きは強まっており、そして我々は今年から来年にかけて、緩やかな経済拡大の下で、一桁半ばから後半の伸び率で配当が伸びることを予想しています。自社株買いも同様にバリュエーションへ好影響を与え続けます。配当利回りと自社株買いを勘案すると、我々は実質的に S&P500 の利回りは 4.0% 程度であると考えます。これは 10 年国債利回りの 2.35% よりも相当高い水準です。一部には自社株買いの更なる増加を予想する向きもありますが、我々はバランスの取れた形で、自社株買い、配当、M&A、設備投資などの企業支出が行われることが最も起こり得るシナリオだと考えています。

## ワシントンにおける進展がポジティブ・カタリストとなる可能性

ワシントンでの 2017 年の政策課題は、実行の程度や時期に関するかなりの不透明感があり、まだ実行までに時間を要するでしょう。法人税改革、インフラ支出の増加、規制緩和はすべてテーブルの上であり、ポジティブなカタリスト(触媒)になる可能性があります。米国は世界でも最も高い法人税率の国の一つであり、もし法人税率が世界平均の 23.6% まで下がるなら多くの企業は恩恵を受けるでしょう。加えて、税率が下がるなら、米国企業はアグレッシブなグローバルの税構造に従う圧力が和らぐことでしょう。もちろん、法人税を支払っていない企業も多く、特に、一定の税制上の優遇措置が縮小もしくは撤廃された場合には、全ての企業にとってメリットがあるというわけではありません。税制改革の詳細によって違いが生じるため、結果について断定的な見方を持つのは早すぎると思われる。企業収益は税改革によりやや拡大するかもしれませんが、現在の経済拡大が続くことが、一株当たり収益が適度に伸びることよりも、遙かに重要なこととなります。

クレイグ・バレール

ルーマス社 バイス・プレジデント、マクロ・アナリスト

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た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、必ずしもルーマス・セイレス・アンド・

カンパニー社(以下、ルूमイス社)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。本資料の情報はルूमイ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)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 5.4%(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 1.998%(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)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)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ルूमイ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、当該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、英文と日本語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 <http://www.loomisayles.com> 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。

1707028