

2018年1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10-12月期)

数年間にわたる低金利と量的緩和を通じた金融緩和政策は、先進国と新興国の経済拡大を下支えしてきました。こうした金融緩和の程度が弱められつつある今の状況において、我々は、多くの資産クラスはより高い金利水準への緩やかな移行について準備が出来ていると考えています。

債券利回りは上昇へ向かいそうですが、当面リスク資産の評価へインパクトを与えそうにない程度の上昇に止まると見えています。こうした金融環境は好ましい状態であり、たとえスプレッドがさらに縮小しなくても、クレジット資産をアウトパフォームさせるでしょう。企業業績はグローバルに再加速しており、また先月可決された米国税制改革法もさらに米国株価を上昇させる刺激となる可能性があります。これらの事はなお数年、クレジットサイクルの拡張期が続くことを示唆しています。

世界的成長へのマクロファンダメンタルズ上のポイント

我々の基本想定ケースは、グローバルに経済成長が2018年も続くというものです。経済の先行指標はこの見方をサポートしています。例えば、先進国と新興国の経済の強さは製造業の活動を活発化しています。世界貿易における輸出量は、アジアの力強い輸出回復と米ドルの安定ないし若干の下落に支えられて増え続けています。加えて、企業収益の改善は世界中で生じており、消費者と企業のセンチメント回復に繋がっています。時間当たりの生産量で測られる生産性は、中核の先進国、ドイツ、日本、米国で緩やかながら上昇しています。もちろん、これほど拡大が続いた後、経済の成長が幾四半期か減速したとしても驚くことではないでしょう。しかしながら、一時的に経済が減速する可能性を考慮しても、リスク資産市場の上方トレンドからの大きな乖離は起きそうもないと見られます。

インフレ圧力は広範に抑えられている

インフレ圧力が高まっている兆しは先進国、主にFRB(米連邦準備理事会)が2015年以降、利上げを続けている米国で現れています。インフレの圧力は明確となっているものの、FRBが目標とするコア個人消費支出指数の2%の伸びは、この景気拡大期において2四半期連続で見られては

いません。我々は、コア個人消費支出指数は2019年の後半には、FRBが目標とする2%を上回る程度にまで到達し、その水準が持続すると見えています。好ましい経済成長と健全な状況を示す経済指標に基づけば、中央銀行はこれまでの漸進的ペースで2018年に少なくとも2回ないし3回の利上げを行いそうです。しかしながら、FRBの決定はデータ依存であるため、もし経済が予測より加速すれば、さらに追加利上げすることも正当化されるかもしれません。このように状況が変化していけば、当面の数か月間、米国の最長期国債利回りが安定ないしやや上昇する一方、短期国債利回りが上昇することに繋がるでしょう。2017年に見られた経済成長の加速によって、2018年のインフレ率は上昇する可能性があります。現在我々はそのような経過は懸念の種というよりも強い経済の証だと見えています。

欧州圏の経済活動も2017年に著しく改善し、2013年以来初めて、全体のインフレ率が1%を超えました。これは経済活動の正常化を示しています。インフレは当面数年間、加速することは出来ない状態ですが、2017年から2019年にかけてのインフレ率に関するコンセンサスの予測は、1.5%近くにまで上昇しています。こうしたインフレ予測の高まりは、2018年における欧州中央銀行による緩和政策縮小方向へのシフトと国債購入額の減額継続を許容します。同様に日本でも、経済成長の伸びがインフレ率の上昇に繋がりはじめています。日本とアジアの成長に連れて、ここ数年間で初めて、インフレ率に関するコンセンサス予測が上昇するかもしれません。

新興国全体のインフレ率は10年間の間、長期トレンドを下回っており、2018年もやや水準の低下が予想されます。特にアジアの経済活動は活発化しており、その結果、2018年を通じてインフレ率の上昇が予想されます。逆にブラジルではインフレ率が底を打ちましたが、南米全体のインフレ率は若干低下するでしょう。同様に中東欧、中東地域は2018年にデフインフレとなる見込みですが、ロシア経済はやや上向いてきたように見えます。まとめると、新興国のインフレは来年0.1%程度、その水準が低下しそうであり、世界全体では安定的と見られます。

金融政策の正常化は国債利回りの若干の上昇を導く

強い経済状況を前提とすれば、リスク資産の見通しは依然ポジティブです。しかしながら、世界の経済成長が下方シフトすると見れば、資産の期待リターンも下方修正となるでしょう。金融政策の調整は漸進的に経済データと釣り合いの取れた形で続けられますが、米国の金融環境はFRBが利上げした後でも緩和状態にあります。この事は米国経済がファンダメンタルズの改善とともに実施される利上げの影響を吸収出来たことを示しています。金融政策と金融環境は最終的には引き締められるでしょう。しかし、今は米国の最長期国債利回りは若干上昇するか、安定推移する程度です。

欧州でも経済成長の加速が始まっており、欧州中央銀行は2018年の後半に緩和政策をやや縮小するように進めています。欧州の国債利回りについては、現在の極端に低い水準、中にはマイナスとなっている水準から幾分上昇する可能性があるから見えています。こうした動きは、日銀が目標利回り水準をやや引き上げる可能性がある中で、同様に起きる可能性があります。総じて、先進国の国債利回りは、強い経済状況と金融政策の正常化を前提として、上昇を始めていると見えます。しかし、その程度は緩やかであり、他のリスク資産への影響も限られています。欧州、日本と多

くの新興国は米国と比較してクレジットサイクル上のより健全な領域に位置しており、良好な経済環境が続くことを示唆しています。

さらにスプレッドの縮小を求めることは難しいが、大きくは拡大しにくい見込み

米国と諸外国のクレジットスプレッドがここ数年間低下を続け、我々は一段と低下する予想をためらっています。しかしながら、企業収益の回復に加え、世界的に潤沢な流動性によって、スプレッドのトレンドは大きく変化しにくくなっています。最も確度の高そうな見方は、金利の低い状態で世界的にスプレッドの平坦化が進み、国債に対する利回り較差が、社債を魅力的にする状況が続くことです。特定の産業のレバレッジ等がシステミックリスクを惹起させる兆しはほとんど見られず、我々はデフォルトの脅威が当面は限定的であると見ています。金融環境が安定的である限り、たとえスプレッドがさらに縮小しなくても、クレジット資産をアウトパフォームさせるでしょう。

企業収益はクレジットサイクルを導く重要な要素であり、我々は企業収益の回復が実現したことによりクレジットサイクルの拡張期がさらに続く状態となったことに勇気付けられました。しかしながら、我々は今から 2～3 年の期間で見ても、次の世界的なデフォルトの波は米国の非金融企業セクターから始まると見ています。米国は借入と支出の点でクレジットサイクル上、他の国よりもかなり先頭に立っています。この結果、米国企業のレバレッジは欧州、日本、他の新興国の企業と比べて、大きくなっています。よって我々は次のデフォルトの波の予兆を捉えるために、企業の収益状況を懸命にウォッチしていきます。

現在のサイクル上の位置で、株式は最も高いリターンとなる可能性がある

同期的な世界中の企業収益の改善と世界の景気先行指数の上方へのトレンドは、我々の株式への前向きなスタンスを支えています。株価調整が起きる可能性はあるものの、健全な経済指標と強いファンダメンタルズがバリュエーションを支えています。新興国と日本における企業業績の上方修正への動きが強まっており、米国企業のペースを上回ってきています。2017 年税制改革法案による効果を考慮した後でも、新興国の株式は先進国の株式よりも依然魅力的な価値を提供しています。最近の数年間、MSCIの新興国、アジア太平洋(除く日本)の指数はエネルギー、素材セクターよりも、収益の伸びが期待出来るテクノロジー、金融セクター優位となっています。また日本株式市場における一段の株価上昇は、収益と経済の改善が続くことを示しているように見えます。米国税制改革法の成立は、前年比で9%の伸びが予想されている米国企業株式の上方リスクを示しており、この影響をすべて織り込むと、一株当たりの収益の増加は株価収益率を劇的に長期的な平均よりも低い水準へ下げることになります。企業が海外に持つ流動性資産は1兆ドル以上と推定されていますが、これが本国へ還流されると、1兆ドル以上が米国へ戻ることになり、2017年の名目GDPの6%以上に相当します。税制改革による恩恵を除いた配当支払は、来年、歴史的な水準となる7%台で伸びる見込みですが、本国への資金還流後は二桁台の伸びがあるかもしれません。このように米国株式市場が堅調なパフォーマンスを示す好材料が集まっています。

警戒的な楽観主義を続ける

中国を含む金融資産に対するリスクでは、同国が住宅価格の高騰に合わせて行った貸出基準の厳格化がデフレの圧力となる可能性があります。またFRBによる過度な金融引き締めは依然リスクであり、特に財政刺激によってインフレ率が目標を超えるような場合にはリスクとなります。また、その結果が投資家のリスクオフのセンチメントを呼ぶような外交交渉を含む地政学的な緊張は現在少なくありません。しかしながら、世界の多くの地域で経済成長が続き、インフレが安定した2017年後半を見ると、その良好なマクロ環境がリスク資産の評価を決定し続けています。今後の数四半期では、変動する市場によって投資家のリスク選好が衰えたり回復したりということが続くでしょう。しかし、グローバル経済成長と企業収益の伸びに対する長期的な期待は現状のトレンドが続くことを示唆しています。

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、必ずしもルーマス・セイレス・アンド・カンパニー社(以下、ルーマス社)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マ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.loomissayles.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。

1801138