＜ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社コメント＞

2022 年 4 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(2022 年 1-3 月期)

パンデミックの余波で市場に溢れ出た流動性の大きな波に流れが出ています。米国連邦準備理事会（FRB）を含む多くの中央銀行は、金融引き締め政策へのシフトによって高インフレに対応してきました。クレジットサイクルは拡大期後半の状態が続くと見ており、金融システム内にストレスがかかっているポイントが明らかになるかもしれません。市場のボラティリティは拡大期後半の段階では典型的に生じるものであり、インフレ懸念と地政学的混乱に直面しても続くと予想されます。こうした状況にありながらも、堅調な企業ファンダメンタルズとトレンドを上回る実質経済成長率を背景として我々は多くの個別証券への投資機会を見出すことが出来ます。

特殊な状況：ロシア-ウクライナ戦争

ウクライナでの戦争は引き延ばされ、さらに激化すると予想しています。

- 我々は、近い将来のウクライナ戦争の平和的解決について非常に懐疑的です。ロシアからの表明状況とウクライナ南部で起きていることは、ロシアがオデッサとマリウポリの港湾都市を占領する前に真剣に交渉する戦略的インセンティブがないと考えていることを示唆しています。
- 我々のベース見通しでは、数年とまではいかなくても戦争は数ヶ月続くことと、その間、短期的に激化することを想定しています。
- ロシアに対する制裁は、世界の経済成長に対する重大な負担に繋がると予想しています。さらに、迅速な解決策が得られたとしても、制裁と「自己制裁」（すなわち、制裁が要求する以上の活動制限を企業が自らに課すこと）がいつまでも実施されると見ています。
- 壊滅的な人道的犠牲を除けば、この戦争の影響は、燃料、食料、鉱物の輸入業者にプレッシャーを与えると我々は考えています。価格上昇になりそうなグローバルサプライチェーンには大きなストレスがかかると予想されます。ラテンアメリカ、南アフリカ、および中東湾岸諸国の商品の輸出業者は、現在の環境から恩恵を受けそうです。

マクロドライバー

市場はクレジットサイクルの拡大期後半にあると見られ、一方インフレは激しくなっています。

- 消費者物価と生産者価格の上昇、財政状態の引き締め、リスク資産のボラティリティ、金利の上昇は、市場がクレジットサイクルの拡大期後半にあるという我々の見方を裏付けています。堅調な雇用指標と総需要を背景に、拡大期後半の局面は数四半期続く可能性があると考えています。

- 市場が示す期待インフレ率は上昇しましたが、概括的には FRB がインフレを効果的に下げると市場が予想していることを示唆しています。我々は総じてこの見方に同意しますが、コア個人消費支出価格指数が 2024 年初頭まで 2.0%から 2.5%に達するとは見ていません。

- 経済成長の予想は、パンデミックが起きた頃の低水準から V 字型に反発した後、緩やかになりました。これはクレジットサイクルがより成熟した段階に入っているという我々の見解と一致しています。

- 我々は先進国と新興国のインフレ問題を懸念しています。ほとんどの主要中央銀行は、成長見通しが悪化したとしても、インフレ率がこれほど高くなると、政策を緩和することはできません。

- リスクはありますが、当社のクレジットアナリストは、利益率、信用見通し、価格決定力などの主要な指標は健全な範囲内にとどまると予測しています。

クレジット

我々は、企業にとって、それほど堅固ではないが、それでも好ましい経営環境を予想しています。

- 長いデュレーションを持つ投資適格社債は、金利が上昇する環境でトータルリターンが厳しいものとなる場合があります。ただし、米国長期国債利回りの上昇の大部分は、すでに終わった可能性が高いと考えています。

- 拡大期後半のサイクルにあることから、ハイイールド債セクターではゼロに近いデフォルト率の水準から幾分の上昇が見込まれます。一方広範囲にわたる信用格付けの格下げやネガティブ見通しへの変更は起きそうにないと見られます。

- トータルリターンが分散化する事象は、2022 年中に新興国市場の企業クレジットで増加する可能性があります。コモディティの生産者は引き続き好調である一方、投入コストが上昇する消費者関連産業ではマージンの低下につながる可能性があるためです。

- 不確実でボラティリティの高い環境は、当面の米国の証券化商品の範囲内で続く可能性があります。もっとも多くの企業において高い投入コストを最終消費者に転嫁することが出来ていることから、企業の信用力が根幹となる証券についてはデフォルト率が低いままである可能性が高いと考えています。

- 銀行ローンにおける金利コストの上昇は、2022 年から 2023 年にかけてのFFレート引き上げをすでに織り込んでおり、今後バランスシートの健全性を脅かすべきものとなりません。また大半の銀行ローンの期限は 2025 年以降に繰り延べられています。

政府債務と政策

マイナス利回りの債務残高は 2022 年の初めから 75%急減しました(注)。

- 米国の労働市場は健全ですが、米国のインフレ率は商品とサービス全体で上昇しています。FRB は 2022 年の残り 6 回の会合のそれぞれで 25 ベーシスポイントの引き上げを行う可能性が高いと考えています。またインフレ緩和の兆候が限定的である場合、FRB は引き上げの幅を 50 ベーシスポイントに増やす可能性があります。

- 米国債利回りは今年の初めに急上昇した後、今後数四半期にわたって水準固めの動きとなる可能性があると考えています。米国および世界の債券市場では、相当大規模な金融引き締めが行われることが織り込まれています。

- 2022 年から来年までデュレーションはアンダーウェイト維持を提唱していますが、戦術的には利回りの上昇幅はすでにかなり大きくなっていることに注意しています。

- 米国の利回り曲線は、FRB が利上げし、サイクルが進むにつれてフラット化を続ける可能性があります。イールドカーブの反転は、しばしば景気後退の数か月または数年前に先立って生じることに留意すべきです。

- 欧州中央銀行の予想は、FRB の予想よりも比較的金融引き締め志向ではありませんが、欧州先進国全体の国債利回りは引き続き上昇圧力にさらされそうです。

- 新興国の国債利回りは、今年の不安定なスタートの後、魅力的に見え始めています。幾つかの新興国の中央銀行は、インフレと戦うためにすでに金利を引き上げました。

通貨

米ドル以外のエクスポージャーにとって厳しいマクロ環境です。

- FRBが利上げのサイクルを開始するとき、広義米ドル指数は次の 6 ヵ月の間、平均よりも弱い水準で取引される傾向があります。

- 我々は今回、このサイクルは異なると見ています。と言うのも、過去のサイクルのようにグローバル経済が米国同様、または米国に先んじて拡大しているのではなく、グローバル経済は減速しているためです。

- 我々の見解では、債券市場が 2023 年の利上げをさらに織り込むにつれて、ドル高は続くと見ています。

- FRB の予想が市場において完全に織り込まれていることが明らかになると、ドルは下落し始めるかもしれません。グローバル経済の成長が米国よりも上向くことで、米国以外の通貨を押し上げる可能性がありますが、それは我々のベース見通しではありません。

- コモディティを輸出している新興市場国では、自国の通貨が非輸出国に対しアウトパフォームする可能性があります。ラテンアメリカ、メキシコ、南アフリカへのエクスポージャーについては上昇の見込みがあると考えています。

エクイティ

株価の修正は、辛抱強い投資家に投資機会を提供しています。

- インフレが予想よりも粘着的であること明らかになり、中央銀行が利上げを開始したことから、株式市場のバリュエーションは年初より大きく修正されました。

- 我々の米国企業の収益見通しは、2021 年よりも強固ではありませんが、引き続き堅調です。S＆P500 指数に代表される米国の大型株は、10％の収益成長率を生み出す可能性が高いと考えています。エネルギー、素材、産業などの景気循環セクターは、テクノロジーや通信サービスとともに成長を牽引する可能性があります。

- 小型株のバリュエーションは最近の数四半期で下押しされ、現在は大型株よりもディスカウントで取引されています。これはタイミングツールや刺激剤ではありませんが、小型株のバリュエーションは魅力的なレベルに達していると考えています。

- 米国企業は、より高い投入コストをエンドユーザーに転嫁し、利益率を維持または改善することが出来ています。サイクルが進むにつれてマージンがいくらか減少することが予想されますが、堅調なファンダメンタルズが崩壊するシナリオは考えにくいと思われます。

- ウクライナでの戦争は世界の株式市場を混乱させました。米国以外では収益の下方修正が行われる可能性が高いと考えています。

潜在的リスク

サプライチェーンのボトルネックが続く場合、FRB の金融引き締めはインフレを緩和しない可能性があります。

- 金利の引き上げは、サプライチェーンのボトルネックや商品不足を解消するための正しい処方箋ではない可能性があります。中央銀行の努力にもかかわらず、インフレ率は高止まりしたままである可能性があります。

- グローバル経済の成長率見通しは、特に中国とヨーロッパで低下しています。成長予測を大幅に引き下げるということになると、これらの主要経済はクレジットサイクル上の下降局面に近づくでしょう。

- スタグフレーションのリスクは、トレンドを下回るまたはマイナスの経済成長、中央銀行の目標を超えるインフレ率、失業率の上昇として特徴づけられますが、上昇していると考えています。

- 労働市場は引き続き健全です。しかし、労働市場が崩壊し始め失業率が上昇すると、中央銀行は失業率が上昇して経済活動が鈍化する一方で、利上げによってインフレと戦うという深刻な苦境に陥る可能性があります。

- インフレ率の上昇は、景気後退が発生した場合に中央銀行に政策を緩和する余地をほとんど与えないことから、成長見通しは我々の見解にとって依然として重要です。

（注）出所：ブルームバーグ　BNYDMVU Index, 2022 年 3 月 29 時点。.

クレイグ・バレール
ルーミス社　バイス・プレジデント、シニア・マクロ・ストラテジー・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。

2022-04-8