



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(2018年4-6月期)

消費者および企業の信頼感は、米国経済をこの拡大期間において最も高い名目経済成長率へ向かわせる力となっています。世界のその他の地域では、経済成長率は依然堅調な伸びを示しており、多くの国では最近の減速にもかかわらず、今年は長期トレンドを上回る成長を見せそうです。特に米国では金融政策が幾らか引き締められる方向で進んでいますが、グローバルに見ると金融環境は当面景気抑制的に転じることはなさそうです。

マクロドライバー

米国経済の勢いは、他の地域の経済が減速する中でも依然強い状態が続いています。このことは短期金利の水準の違いと相俟って米ドルを下支えするでしょう。今年と来年の米国名目GDPは5%以上で成長しそうです。

- 米国経済は力強く成長しており、雇用の増加と賃金の伸びによって、一層隆盛の様子を見せています。
- 経済の加速傾向に最近やや陰りが見られるものの、グローバルに経済成長の足取りはしっかりとしています。多くの国々では今年、長期トレンドを上回る成長率となりそうです。
- 少数の国々では例外がありますが、インフレ圧力は概ね抑えられており、先進国と新興国との間のインフレ率の差は縮小を続けるでしょう。
- ECB(欧州中央銀行)と日銀は当面の間、政策金利を引き上げないと予想される一方、来年FRB(米連邦準備理事会)が少なくとも2度金利を引き上げることを市場はあまり考慮していないようです。
- 世界の他の地域に対する米国経済の勢いは、FRBが短期金利をより高い水準へ引き上げる方向性を維持させることになるでしょう。一方、他の地域の中央銀行はより緩和的な政策を続けることとなります。

クレジット

適度に拡大したクレジットスプレッドは、以前割高であったセクターのバリュエーションを改善させています。つまり最近のスプレッドの拡大は、今後の投資価値が高まったことを示しています。

- 質の高い米国企業のスプレッドは、強い名目経済の伸びを前提とすれば、堅調な売上高と利益の増加が続くと解釈されることから、一段と拡大する方向には向かいにくそうです。
- 一方、質の低い社債市場では、今後12ヵ月間ではさらにクレジットスプレッドがやや拡大する可能性があります。トータルリターンと超過リターンはプラスとなりそうです。我々の見方では、変動金利のハイイールドのバンクローンは引き続き好ましいと見ています。
- 米国産業の半分以上がクレジットアウトルックについて安定的と見ています。残り約3分の1の産業がやや改善方向又は改善方向にあります。
- 多国籍企業は、海外で保有していたキャッシュを本国へ送金する動きを始めていますが、資金の一部は債務の返済にあてられると見ています。
- グローバルに金融セクターのスプレッドは地政学的リスクに従って、段々と拡大しています。しかし、銀行セクターはレバレッジを小さくする動きを続けており、根本的なファンダメンタルズは依然強いと見られます。特にハイイールドセクターにおいては、金融銘柄の大幅なスプレッドの拡大は広域経済における問題の存在を示すことがありますが、現時点では赤のシグナルは点灯していません。
- クレジット市場は、政治的不透明感や世界の他の市場のボラティリティ、経済拡張期にある利回り曲線の変動からの影響を全く受けないわけではありません。それゆえ、クレジットサイクルが進展するとともにある程度の警戒が当然求められることになると考えています。

米ドルの強さと新興国市場

断続的なボラティリティの高まりがポジティブトレンドを妨げていますが、投資の機会があります。米ドルの当面の見通しは確かなものです。

- 米ドルは、米国経済が元気を取り戻し、加速していた他の国々の成長が減速し始めた今年初めに、ほとんどの先進国通貨と新興国通貨に対して上昇を始めました。
- 米国経済は他の地域に対して高い経済成長を続けそうです。これはFRBによる追加の金融引き締めと高い短期金利水準への誘導をサポートし、米ドル保有の魅力を高めています。
- 最終的にFRBは中立金利へ到達し、そこで停止するでしょう。おそらくその頃、ECBが(ひょっとすると日銀も)金融緩和の解除を始め、緩やかに政策金利を引き上げます。
- 米ドルの強気相場は、グローバル経済のどこかの地域が大きな悪化を見せた時期と一致する傾向があります。その背景は投資された資金が米ドルのような比較的安全な資産へ還流するためです。しかしながら、グローバルに金融環境は安定しており、多くの経済は拡大を続けています。リスクの回避を理由としたドルの大幅上昇は起きにくいように見えます。

- ・ 新興国市場の資産は米ドルの上昇という逆風に直面しています。しかし、そのバリュエーションは改善しており、高い利回りをもたらす可能性は依然魅力的です。この資産への投資では銘柄選択の重要性が増すことになりそうです。

エクイティ

バリュエーションは強い売上の伸びとともに二桁の利益の伸びによって、より魅力的となっています。グローバルに見ても企業の利益成長の状況は良好です。

- ・ 米国企業の一株当たり利益は、法人減税、有利な外貨換算、自社株買いを背景として、世界の他の地域よりも早いペースで伸びています。一時的に加速した時期を除いたとしても、我々は、SP500 指数は今年、二桁の一株当たり利益の伸びを示すと見ています。
- ・ 国内中小企業のように米国内で売上高の大半を生み出している企業は、世界貿易交渉と関税引き上げ危機を乗り切る強いポジションにあると捉えるべきでしょう。
- ・ 米国外のグローバル企業もまた力強い売上高と利益を生み出しています。ブルームバーグのコンセンサス予想によると、米国を除くMSCIオールカントリーワールド指数の一株当たり利益は今年 13.3%、来年 8.9%の伸びが予想されています。
- ・ グローバルでは金融セクターに関する相対パフォーマンスは苦戦が続きそうです。当該セクターの構成比は指数内で高めとなっているため、これが株価指数に対する構造的な障害となります。世界的に金利水準が低い環境は、金融セクターのマージンを圧迫しています。
- ・ この拡大期の大半で、テクノロジー株に牽引される形で、グロース株はバリュー株をアウトパフォームしました。この間、テクノロジー株は利益成長でもトータルリターンでも指数の大きなウェイトを占める金融株を上回ったのです。グローススタイルのバリュエーションはドットコム時代の高値とあまり差がありません。そして、将来の利益期待の状況は良好です。グロース株とバリュー株の関係は放物線(反比例)のような関係ですが今はいくらかグロース有利になっています。将来に関する予想は現在のトレンドが続くことを示唆しています。

潜在的リスク

過度に積極的なFRBの姿勢と貿易に関する緊張が市場見通しを悪くする可能性。

- ・ 拡張的な財政政策は一時的に既に強い状態にある米国経済を加速させています。もし経済データを額面通り受け入れるなら、FRBは向こう2年間、金融引き締めペースを強める可能性があります。
- ・ 過度に積極的な金利引き上げは、経済を減速させる一方、利回り曲線を逆イールドとさせ、更にクレジットスプレッドを拡大させ、広範囲にリスク資産の変動を高めそうです。

- 保護貿易主義者が雄弁になると、リスク選好度を低下させます。なぜなら、グローバル経済は深く貿易活動と結びついているからです。政策として規定されなくても、状況の不透明感が設備投資や他の支出を遅らせ、潜在的経済成長率を低下させる可能性があります。
- 財とサービスのフローを混乱させることは、家計と企業へ影響を与える可能性があり、追加関税と貿易に関する制約がリスク選好を限定的とするおそれがあります。
- 貿易関連の話は当面ニュースの見出しから外れそうにありません。と言うことは、市場のボラティリティの少し高い状態が続くことを意味します。しかしながら、我々は全面的な貿易戦争となることは予想していません。グローバルの輸出数量は最近再び増加を見せていますが、今後も予見可能な範囲でしっかりとモニタリングしていくべきだと考えています。

アセットクラスの見通し

アセットクラス	我々の見解
国債	中期的に見ると、先進国の国債利回りは今の時点から大きく上昇する公算は小さいと見ています。
投資適格社債	クレジットスプレッドが拡大したことにより、当セクターはバリュエーションを回復しました。ほとんどの産業のファンダメンタルズとクレジットトレンドは安定し改善方向にあります。
ハイイールド社債	利回りはやや上昇する可能性があると考えていますが、このセクターのデュレーションは短いため当面トータルリターンは改善すると予想しています。
新興国債券	新興国通貨建の債券は、米ドルが強含む中で引き続き下押し圧力を受けています。一方、米ドル建ての債券はバリュエーションが大きく改善しつつあると見ています。
米国株式	米国の中小型株式を選好するスタンスです。米国大型株と同様、良好な収益状況が続いています。
グローバル株式	金融銘柄のファンダメンタルズが評価されない限り、先進国の株式市場ではいくらか冴えない展開が続く可能性があります。
新興国株式	米ドルがさらに新興国通貨に対して上昇する場合は、これがパフォーマンスを押し下げそうです。しかし、新興国株式のバリュエーションは2018年初から大きく改善しつつあると見ています。

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、ルーマ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 [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。

1807157