＜ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社コメント＞

2022 年 7 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 4-6 月期)

執拗なインフレを中央銀行の目標に沿ったものにするための世界的な金融引き締め政策は、景気後退の可能性を高めています。とは言うものの、クレジットサイクルの拡大後期が維持されるための経済的要素は整っていると我々は信じています。市場は 2023 年に入ると弱い利益成長を経験するかもしれませんが、企業と消費者のファンダメンタルズは現在健全であり、経済が変化した場合にも好ましい支えとなります。不安定な環境ではありますが、バリュエーションの状況はリスク資産への潜在的な投資機会を指し示しています。

## 景気後退ウォッチ

**リスク資産の市場は、景気後退ではなく、大幅な景気減速を織り込んでいるようです。**

- 次第に上昇する金利によって将来のキャッシュフローが割り引かれる形で、特にデュレーションの長い資産については、2022 年前半に価格への下押し圧力がかかりました。
- 市場の価格はさらなる利上げの予想を映しています。米国の景気後退の可能性が高まっていることは認識していますが、現在、今後 6 ヵ月で景気後退が発生することはないと見ています。
- 現時点で、堅調な労働市場と企業ファンダメンタルズが経済とリスク資産の価格を支えていると見ています。
- 米連邦準備理事会（FRB）の政策には、効果が実現するまでに長く一定でない時間の遅れが生じる可能性があります。FRB がインフレを抑制しようとして利上げを行う際には、忍耐が求められます。

## マクロドライバー

**経済データが弱まっているにもかかわらず、執拗なインフレは中央銀行へ利上げを強いています。**

- 歴史的に見ると、クレジットサイクルの後期段階は、同サイクルの中で最も長い局面の 1 つです。ただし、今回は異なる場合があります。投資家は、世界金融危機後のサイクルの経験よりもはるかに早く下降期に直面する可能性があると考えています。
- 短期的なインフレ予測のコンセンサスは、FRB などの中央銀行が 2024 年までにインフレを目標レベルまで引き下げることが出来ないことを示唆しています。対照的に、長期のインフレ期待は目標レベルに維持されたままです。
- 我々の基本的な見方では、消費者物価の大幅な伸びが続く可能性が高く、中央銀行が政策金利を引き上げ続ける可能性があります。

- 過去 6 ヵ月間、我々は世界経済の期待成長率を低く修正し、中央銀行の政策金利の予想水準を高く修正しました。企業の利益成長に対するコンセンサスの期待は十分に維持されていますが、2023 年に向けていくらかの圧力を受ける可能性があります。

- 企業の健全性に関する我々の評価は、ボトムアップでファンダメンタルズの悪化が間近に迫っていることを示唆しています。ただし、予想される利益率やその他の指標の低下は、プラスのレベルから始まっています。

## クレジット

**スプレッドはここから大幅に縮小することはないかもしれませんが、米国債に対するキャリーは持続すると予想されます。**

- 今や金利が大幅に上昇したことから、投資適格社債の長いデュレーション特性は、今後のパフォーマンスにとって逆風にはならないはずです。

- 米国のハイイールド債市場は、デフォルト率 4.5%から 5.0%を織り込んでいるようです。対照的に、我々の基本的見方では、2.0%から 2.5%のデフォルト率を示唆しています。

- 米国の S&P/LSTA レバレッジドローンインデックスの平均価格は約 95ドルです。長期的には、低いデフォルト率の予測、現在のファンダメンタルズに基づく一般的に健全な企業見通し、および割引ローンに対する投資家の需要の回復の可能性を考慮すると、改善が見込まれます。

- 我々の 2022 年の新興国市場における企業のデフォルト予測は、今年初めの 3.9%から 8.5%へ上昇しました。この動きは主に、ロシアとウクライナの企業、および中国の不動産セクターの財務的困難によって引き起こされています。これらの特異なストーリーを除くと、デフォルトに対する我々の予想は 2022 年で約 0.5%です。

- 証券化商品の中では、投資家はサブプライム自動車のような短いデュレーションの資産に焦点を当て、質の高い資産への投資機会を検討すべきだと考えています。CMBS では、大幅に下落した水準で取引されている劣後債券について、引き続き良好な見通しを持っています。

## 政府債務と政策

**利回りの急上昇が繰り返されることを見ることはないでしょう。**

- コア消費者物価指数の伸びは、2023 年に向けて 4.0%をはるかに超える可能性があると考えています。

- 経済活動の鈍化にもかかわらず、金融引き締め政策が進められると予想しているため、景気後退リスクが高まっていると考えています。しかし、現在、企業と消費者のファンダメンタルズが健全であることを考えると、景気後退の可能性は低いと考えています。

- このサイクルの最終的なFF金利は約 4.0%になると予測しています。労働市場が良好な状態を維持している間にインフレが収まらなければ、それはさらに上昇する可能性があると我々は考えています。

- 各国の国債利回りは、2022 年の初めよりも遅いペースではありますが、世界中でさらに上昇し始めています。

- マイナス利回りの国債は、これまでにほぼ 90%減少し、さらに少なくなる可能性があります。

- 新興国の政策立案者は、インフレとの戦いにおいて先進国の中央銀行に先んじています。しかし、彼らの利上げサイクルは終わっていないかもしれません。食料とエネルギーは、新興国のインフレ指標の大部分を占めており、現在も上昇傾向にあるためです。

## 通貨

**大まかに言ってリスク回避的な環境では、他国通貨が米ドルをアウトパフォームする可能性は低いと考えています。**

- 世界経済が依然としてストレスにさらされており、投資家が「安全な避難所」を求めているため、米ドルは上昇を続ける可能性があります。
- 米国債の利回り、即ちリスクの無い世界的なベンチマークは、現在、10 年間の中で最高水準にあります。米国の利回り水準は引き続き外国の資本を引き付ける可能性があります。
- この時点で、長期の期待インフレ率は、米ドルの購買力が長期的に大幅に低下するとは予想されないことを示しており、このことは米ドルを上昇させる力となる可能性があります。
- 我々のモデルは、米ドルが現在割高であることを示唆しています。それが妥当水準へ回帰するためには、外貨が流入する前に、世界の金融情勢が改善する必要があるでしょう。
- 新興国通貨では、キャリーを含めて中程度のリターンの可能性を提供できる通貨を選択してきました。南アフリカ、ブラジル、メキシコ、チリなどの国の通貨は、米ドルよりも上位にランクしています。

## エクイティ

**インフレ傾向が低下に向かうまで、株式市場は底値模索が持続し、堅調な上昇傾向が続く可能性は低そうです。**

- 株式市場の陰鬱な上半期のパフォーマンスの後、インフレを取り巻く不確実性と FRB の景気後退へ金融引き締めを続ける意欲は、株式市場のボラティリティを供給し続ける可能性があります。
- FRB を含む中央銀行は、投資家のリスク意欲を高めることよりも、インフレを抑制できるかどうかを懸念しているようです。
- 世界的には、これまでのところコンセンサスの利益予想は水準が下がらず持ちこたえていますが、経済活動が鈍化した場合、下方圧力を受ける可能性があります。
- もし利益の見通しが低下し始めた場合、市場は現在見えるように安くはない可能性があり、これは世界の株式市場全体の将来のパフォーマンスに重大なリスクをもたらす可能性があります。
- ある程度の影響はすでに見られています。過去 12 回の景気後退における S&P 500 の中央値の低下は 24.5%でした。日中ベースでは、S&P 500 は 2022 年に 24%以上下落しています。
- 金利が世界的に急上昇したため、今年はバリュエーションの縮小がすべての株式市場に影響を及ぼしました。インフレが落ち着き、景気後退が回避されれば、世界の株式には上振れの可能性があると我々は信じています。

- 経済活動が抑制されている間でも、インフレが粘り強い状態を続ける場合、グロースタイルの株式を志向するシフトが起こりそうです。

## 潜在的リスク

**過度のインフレは、景気後退の懸念にもかかわらず、中央銀行を引き締めに駆り立てています。**

- FRB は労働市場が弱くなる方向で引き締めを続け、それが最終的には国内景気後退につながる可能性があります。米国が中国と並んで景気後退期に入った場合、世界の他の地域は大きな圧力にさらされる可能性があります。
- 不況下で商品価格が大幅に下落するかどうかは不明です。そのような出来事はインフレに影響を与えるでしょう。
- 株式市場の価格は大幅に修正されました。しかし、利益予想の修正は、さらにダウンサイドが発生する可能性があることを示唆しています。
- このサイクルを通じて、企業収益と将来予測は基本的なファンダメンタルズの重要な柱となっています。もし将来の利益見通しが弱まり始めた場合、クレジットと株式のダウンサイドを目にしそうです。
- 格下げとデフォルトの予想は低く抑えられていますが、景気後退が突然起こった場合、これらは大幅に上昇する可能性があります。
- 企業の価格決定力が引き続き強い状態であれば、消費者物価は下がり難いだろうと考えています。

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。

2022-07-39