

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(2023年4-6月期)

クレジット・サイクルの下降局面へ向かう過程は、通常、短距離走というよりも 早歩きに似ています。

現時点では、経済の主要セクターのいずれにおいても過剰なレバレッジが積み上がっているとは見られません。むしろ、中央銀行による急速な金融引き締めがあらゆるセクターに圧力をかけ、経済成長を幅広く鈍化させているようです。今後6ヵ月間で、ほとんどの国で失業率が上昇すると予想しています。また、雇用の喪失による消費の減少が景気後退を引き起こすだろうと考えています。

現時点では、緩やかな景気後退を予想していますが、金融政策がどの程度厳しいものになるのか、あるいは金融引き締めの状況がどれくらいの期間続くのかはわかりません。資産全体に関する年初来の好調なパフォーマンスは、ソフトランディングが起こっていることを示唆しています。私達の見方では、今後何が生じ得るのかということについて、市場の楽観主義がそれを覆い隠している可能性があります。

マクロドライバー

世界の企業利益(MSCI ACWI 指数で測定)は年末にかけて減少し続ける可能性が高くなりそうです。ここ数四半期の落ち込みは浅いですが、2023 年下半期にかけては深くなると考えています。

- ・ 金融政策の引き締めにより、消費者や企業の借入金利が上昇しており、すでに経済活動が鈍化しています。金融政策の完全な効果が実現するにつれ、今後は活動がさらに弱くなることを予想しています。
- 価格決定力が低下しているように見える現在、企業の利益率は引き続き圧迫される筈です。私達の見解では、ポジティブな点の 1 つは、消費者物価のインフレの伸びがやや抑制されていることです。マイナス面は収益性の低下です。
- 私達は利益の動向がクレジット・サイクルを動かすと強く信じています。そして、サービス業と製造業の両方が、今後数四半期の間に需要の大幅な減少を経験する可能性が高いと予測しています。
- 総需要の伸びが鈍化し、利幅が縮小し続ける中、雇用はさらに失われる可能性が高そうです。米国の失業率は年末までに4.0%に向かい、2024年にはさらに高くなりそうだと考えています。
- 欧州でも同様の動きが起こると見ており、例えばドイツなど一部の国はすでにクレジット・サイクルの下降局面に入っています。

- ・ 通常、雇用の減少は商品やサービスの消費に影響を及ぼし、これが先進国経済の主要な変動要因となっています。経済成長に対するさらなる逆風は企業の設備投資の減少であり、需要が広範に圧迫されている中、私達はこのようなことが起きることを予想しています。
- * 米国の実質 GDP のピークからボトムまでの減少は約 0.75% になると予想しています。これは、第二次世界大戦後の不況時の平均減少率の 2.5%と比較するとかなり穏やかなものとなるでしょう。

コーポレートクレジット

このサイクルの拡大期後半の環境では、社債のクレジットベンチマークの利回りの方が、スプレッドよりも市場リスクをより正確に表しています。

- ・ 下降局面入りが発生した場合、市場全体に関するリスクがすべてのクレジットに影響を与える ため、スプレッドは急速に拡大すると予想されます。当社は、社債の価格と妥当価値との間に 乖離が生じた場合に市場へ資金を投入する準備を進めています。
- 私達の定量的かつ基本的な枠組みは、企業の健全性が今後悪化することを示唆しています。 その進行方向は明らかだと信じていますが、その深さは明らかではありません。
- プラスの超過リターンの可能性を見積もる当社のリスクプレミアム分析ツールは、今後 6 ヵ月間、 社債が米国債をアウトパフォームする可能性が高いことを示唆しています。超過収益がプラス になる確率は高いように見えますが、6ヵ月前と比較すると低下しています。
- ・ 同じ定量ベースのリスクプレミアムの分析ツールでは、現在、ハイイールドのデフォルト率はわずか 2.0% と推定されています。デフォルト率の予想は低いように見えますが、予想値は上昇し続けています。
- ・ 当社のクレジットリサーチチームの見解を利用したサーベイランスの枠組みは、利益率、クレジット見通し、価格決定力などの主要なファンダメンタルズが今後 6 ヵ月間引き続き圧力にさらされる可能性が高いことを示しています。
- 当社のハイイールドストラテジストは、米国で下降局面入りが現実化した場合、デフォルト率は 4.0%に近づくと予想しています。私達はそれが近づくにつれてスプレッドが拡大すると強く確 信しています。

政府債務と政策

中央銀行の利下げに対する市場の期待は楽観的過ぎている可能性があります。

- ・ 少なくとも今後 6 ヵ月間は、インフレは政策立案者にとって世界的な課題であり続ける可能性が高そうです。私達は、中央銀行当局が物価の安定を回復し、目標を達成することに引き続き断固として取り組むと信じています。
- ・ 一部の市場関係者は、中央銀行当局がこの新たなマクロ環境に適応するためにインフレ目標を若干高めに調整する可能性があると示唆していますが、私達はその見方には同意しません。 実際、当社独自の分析では、世界的なサプライチェーンのボトルネックに関する状況は、パンデミック前のレベルへ戻り、正常化しています。

- サイクルの下降局面入りに関する当社の予想は過度に弱気ではありませんが、この見通しにはリスクがあると考えています。
- ・ もしインフレ率が目標を大幅に上回ったままであれば、金融政策は長期間、おそらく 2024 年を 通じて引き締め的な領域に置かれる可能性があります。
- ・ インフレ率をコントロール下に戻し、目標を達成するために必要な水準であれば、中央銀行は 一定レベルの失業率上昇を容認する可能性があると私達は考えています。
- 政治は財政面を複雑にする可能性があります。しかし、長期的には、政府は通常、物価の安定が不可欠であると考えています。

通貨

クレジット・サイクルの下降局面では、米ドルが非米ドルをアウトパフォームすることがよく見られます。

- ・ 欧州中央銀行(ECB)とイングランド銀行(BOE) は、米連邦準備理事会(FRB) が利上げを一時停止した場合でも、政策金利の引き上げを継続する可能性があります。これらの経済にとってインフレがさらに大きな懸念事項となっているためです。
- ECB と BOE は FRB ほど引き締めサイクルが進んでいませんが、両国経済のインフレ率は比較的高い水準となっています。
- DXY 指数(ドルインデックス)、ブルームバーグ・ドル指数、FRB 貿易加重米ドル指数など、米ドルのパフォーマンスを測定するために使用される指数は、FRB が引き締めサイクルの終了を明確化するまで、堅調に推移すると予想しています。
- クレジット・サイクルと今後の下降局面に関する私達の見方に基づくと、ほとんどの非米ドルが 米ドルをアンダーパフォームすると予想しています。当社は、一部には投資機会があると見て いますが、現状の米ドル建て国債のリスクフリー金利を上回るのは難しいと考えています。
- ・ 新興国市場の現地通貨建て債券は、米国の高格付け債券を上回る利回りと、潜在的な通貨パフォーマンスを獲得できる可能性があります。たとえ米ドル指数が上昇したとしても、一部の市場は好調に推移する可能性があると考えています。
- 現在、選好する現地通貨市場には、メキシコ、ブラジル、南アフリカおよびインドネシアが含まれます。一貫した構造的改善が長期的に見込めることを考えると、これらの市場が有望です。

エクイティ

コンセンサスによる予想収益は、2023 年のグローバルベースで収益の伸びが横ばいであることを示しています。一方当社は緩やかな縮小を予想しています。

- ・ 過去 6 か月間の堅調な株式市場のパフォーマンスは、企業にとって非常に厳しいと思われる マクロ環境での、極めて楽観的な見通しを反映していると考えています。
- ・ 企業は価格決定力を失いつつあるようで、経済成長は引き続き減速すると予想されます。今後、 売上高の成長はさらに難しくなり、さらなるマージン圧縮の可能性があると見ています。
- ・ 当社の見解では、MSCI・オールカントリー・ワールド指数の収益は 2023 年に 5.0% 近くの 低下を示すはずです。その縮小は、過去の景気後退時に比べて相対的に緩やかなものとなる でしょう。

- * 米国の情報技術セクターは、年初来で株式市場の牽引役となってきました。これらの事業とそのバランスシートの質の高さを考慮すると、株式市場の調整局面にあってさえ、こうした状況が続いたとしても驚かないでしょう。
- ・ 株式市場全体の良好なパフォーマンスは、最近小型株や、よりディフェンシブではないセクターにまで広がり始めています。しかし、クレジット・サイクルの拡大期後半において、私達はこの傾向を完全に受け入れることには抵抗があります。
- ・ 株式に対する当社のスタンスはクレジット市場へのスタンスと似ています。つまり、投資を継続しつつ、ボラティリティが戻ってきた場合には、市場の混乱により価格が妥当価値から乖離する可能性を利用できるよう準備しています。
- 現在、米国の大型株、情報技術セクターおよび成長株を選好しています。金融セクター全般と 地域としての新興国市場については慎重なスタンスです。

潜在的リスク

マクロ経済への逆風と企業収益の低下が定着しつつあるように見えることを考慮すると、債券に傾斜した慎重な資産配分スタンスが正当化されると考えています。

- 私達の基本的な見解は、世界経済は脆弱な状態にあり、したがってクレジット・サイクルの下降 局面に入るリスクにさらされているということです。ベースケース・シナリオにおけるリスクの 1 つ は、ソフトランディング・シナリオが実際に展開するかどうかですが、それに関して、現時点では 可能性が低いと考えています。
- ・ ほとんどの資産のバリュエーションはすでにソフトランディング・シナリオを織り込んでいるようです。ソフトランディングの可能性は約 20% であると考えており、したがって市場の価格は楽観的に値付けされていると見ています。
- ・ プロフィット・リセッション(企業利益の前年比が2四半期連続でマイナスとなる状況)を予想していますが、経済の弱さと高金利にもかかわらず、企業が困難を乗り越えて収益を拡大し続ける方法を見つけ出すというリスクがあります。
- 景気後退シナリオの特性として失業率の上昇が伴います。失業率が年末までに 4.0%に向かわなければ、2023 年に景気後退が起こるとは予想しません。
- これまで米国政府は金融セクターの危機による影響をうまく遮断してきました。こうした危機の 傾向が続くとは予想していません。各国が直面しているインフレ問題を考えると、財政当局から の景気刺激策はショックとなる可能性が高そうです。
- 今年の緩やかな景気後退に直面して、金融政策が利下げ方向に転換するとしたら、驚きです。
- 市場のパフォーマンスはバラ色の状況を示唆していますが、私達はより慎重になっています。

クレイグ・バレール ルーミス社 グローバル・マクロ・ストラテジスト, クレジット

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。

2023-07-9