＜ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社コメント＞

2022 年 10 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 7-9 月期)

我々の見解では、現在のクレジットサイクルの早い段階で市場を押し上げたポジティブな展開の大部分は、現在では逆に働いています。

金利の上昇、米ドル高、経済成長の鈍化、金融政策の大幅な引き締めが、今日のマクロ環境を明瞭に示しています。世界経済は景気後退に向かっているように見え、クレジットサイクル上の米国の位置もさらに進んでいると考えています。世界の中央銀行は執拗な高インフレに焦点を当てており、コアインフレの水準をより低下させる心構えができているようです。

ウクライナロシア戦争

現場の状況とそれに伴うエネルギー市場のストレスは依然流動的ですが、差し迫った解決の兆しがなく、エスカレートする可能性があります。

- ヘルソンとハリコフ周辺でのウクライナの反撃は、欧州へのガス輸出を事実上停止するというロシアの決定と相まって、紛争をよりダイナミックな局面へ移行させました。
- 当初のウクライナの反撃は成功したにもかかわらず、特にハリコフ周辺では、ロシアは大きな利益を維持しています。これは、ルハーンシク州、ドネツク州、ザポリージャ州、ヘルソン州を併合するというロシアの決定によって明確になりました。この決定は、ロシアの戦争目的に関する我々の最初の評価と一致しています。
- ロシアの併合は、プーチンの好戦的なレトリックと相まって、クレムリンの公式見解では、事実上 NATO の指揮下にあるウクライナ軍に対する猛烈な土地戦争がロシアの領土であると主張する場所で起こっているという段階にエスカレートしていることを示しています。
- 大量破壊兵器が使用される可能性は明確にあり、軍事的エスカレーションが起きるリスクは依然として非常に高いと考えています。ロシアによる欧州へのガス供給停止の波及効果は不吉なものであり、正確に定量化することは困難です。どちらのベクトルも、欧州および世界の成長と市場に下向きのリスクをもたらします。

マクロドライバー

米連邦準備理事会(FRB)の経済予測は、米国の失業率が 2023 年末までに 0.70% 上昇することを示唆しています。

- 通常、FRB による金融引き締めは、クレジットサイクルの拡大期の初期と一致しています。しかし、2022 年は実質 GDP が2四半期連続で縮小したにもかかわらず、FRB は引き締めの取り組みを強化しています。

- FRB がプラスの実質政策金利を維持しようとしているため、金融環境はさらに引き締まる可能性があります。我々の見方では、FF金利は、2022 年末までに 100 ベーシス ポイント上昇して 4.25% になる可能性が高く、2023 年初めには少なくとももう 1 回の利上げが行われるでしょう。
- 米国において景気後退リスクが急速に高まっているにもかかわらず、FRB は利上げを続けると考えています。その短期的な目標は、需要を減少させることによってインフレを目標水準へ引き下げ、インフレが長期的な経済の安定を脅かすのを防ぐことです。
- 金利上昇、ドル高、FRB の引き締めというこの新しい金融情勢により、米国および海外で市場のボラティリティが高まり続けています。

クレジット

企業の価格決定力が低下方向にある一方、インフレ率低下の可能性が明るい兆しです。

- 我々が見ている企業クレジットに関する定量的な健全性指標は、基本的なファンダメンタルズが現在良好であり、今後 6ヵ月間でプラスの超過リターンが見込まれることを示唆しています。
- トップダウンのマクロの観点から、利益率は過去最高をわずかに下回っていることを認識しています。ただし、利益率の傾向はこのサイクルの終わりまで下向きのままになりそうです。
- クレジットのファンダメンタルズはゆっくりと着実に悪化すると見ています。ただし、信用格付けの引き下げとデフォルトは、クレジットサイクルの拡大期後半としてはかなり低いレベルにとどまるはずです。
- クレジットの見通しは慎重ですが、予想されるボラティリティの中でクレジットを保有する可能性はあると考えています。
- 2022 年、米国の投資適格社債およびハイイールド社債の利回りは大幅に上昇しました。今年のこの時点で、利回りは格下げやデフォルトによる予想される損失をカバーできる以上のものになっているようです。
- 変動金利のバンクローンの利回りは、比較的魅力的な水準に達しています。ただし、サイクルが進むにつれて、投資家はより質の高い証券にとどまるべきであることに留意しなければなりません。FRB によるさらなる利上げは、信用度の低いクレジットに最も大きな打撃を与える可能性があります。

政府債務と政策

先進国の中央銀行は、これまでの異常な金融緩和の方針を覆すための措置を進めています。我々は、これらの行動からの長期的な方向転換が近いうちに起こるとは考えていません。

- 執拗なインフレ圧力に対応して、先進国市場の国債利回りは 2022 年に衝撃的な上昇を見せました。このリセット後、我々は債券市場で新たな価値を見出しています。これほどの長期金利の上昇が近い将来に繰り返されることはないと考えています。
- 世界的な利回りの急上昇には持続力があり、水準が上がることで他の資産のバリュエーションに引き続き下向きの圧力を及ぼしていると見ています。

- 国債利回り曲線の残存期間の短い方は、インフレ傾向の影響を受けます。特に商品価格と輸送コストの面においてインフレはピークに達している兆候が見られるため、残存の短い利回りは安定する可能性がありますが、インフレ率が予想以上に上昇し続ければ、上昇圧力に直面する可能性もあります。

- 短期国債を満期まで保有する意思のある投資家は、この非常に変動の激しい環境で相応のリターンを獲得できる可能性があります。

- 米国債は、2022 年の市場のボラティリティに対する有効なヘッジ手段ではありませんでした。しかし、クレジットサイクルが下降期に近づくにつれて、この特性が戻ってくる可能性があると考えています。

- 過去 2 回のサイクルにわたって、金融政策と財政政策は市場と経済の低迷を迅速に食い止めることができました。この種の極端な介入は、インフレが中央銀行の長期目標を上回っているため、次の下降期において実施されることは保証されていません。

通貨

リスク選好は引き続き抑えられる可能性が高く、米ドルは「安全な避難所」となりそうです。

- 過去のサイクルでは、FRB は最終金利に達した直後に利下げに向けて方向転換していました。今回のサイクルでは、このような迅速な対応は期待できず、その高い短期金利によって外国資本が米ドルに引き寄せられる可能性があると考えています。

- 世界経済はインフレとの戦いに苦戦するかもしれません。その結果、米国を除く世界の経済成長は、金融政策がより長く制約的であり続けるため、苦戦する可能性があります。

- おそらく中国が主導して世界経済の成長が改善し始めるまでは、外国通貨が一貫して米ドルをアウトパフォームすることはないかもしれません。

- 信用度の高い国債の利回りがゼロに近かったとき、投資家は新興国市場やその他の高利回り資産により高いリターンを求めました。そのシナリオは逆転しており、これが今後数四半期にわたって続く可能性が高いと考えています。

- 我々のバリュー評価の枠組みは、米ドルが非常に割高であることを示唆しています。ただし、通貨の評価指標は、転換点を示すというよりも、長期にわたって変動する傾向があります。

- 我々は、新興国市場内の通貨へのエクスポージャーを個別に検討しています。南アフリカ、ブラジル、コロンビア、メキシコの通貨は、米ドルに対して魅力的に見えます。

エクイティ

金融環境が引き締まり、名目 GDP 成長率が減速するにつれて、収益の底堅さが圧迫される可能性があります。

- 我々の見方では、FRB がインフレ率を低下させるために米国経済を景気後退へ追い込もうとする姿勢は、株式のパフォーマンスと収益にとって大きなリスクです。

- 2023 年の収益の伸びのコンセンサスは依然約 7%です。もし景気後退が回避されれば、2023 年の大型株の収益は前年比で横ばいになると見ています。

- 2022 年のこれまでのところ、株式収益は好調に推移しています。これは主に、ほとんどの業界で価格転嫁の決定力が依然として強いためです。価格決定力が弱まれば、今年の残りの期間と 2023 年は厳しい状況になる可能性があります。
- 価格決定力が低下すると、利益率が低下する可能性がありますが、急低下することはないでしょう。需要が著しく期待を下回れば、収益と利益率が大幅に低下する可能性があります。
- 金利の上昇は、株式のバリュエーション評価を難しくしています。同時に、当社の利益予想は非常に控えめです。金利の上昇と収益が下方修正される可能性があるため、株価は引き続き厳しい状況に置かれそうです。マクロの状況が安定するまで、株式市場は不安定な状態が続くと予想しています。
- 第 4 四半期に入ると、株式市場は一時的な動きで世界的に売られすぎているように見え、マクロ的なネガティブな要素の多くが市場に評価されていると感じています。センチメントは非常に悪いながら、もし前向きな展開となれば短期的な上昇を引き起こす可能性があります。

潜在的リスク

ほとんどの市場は、世界経済の減速を織り込んでいるように見えますが、完全な景気後退ではありません。

- 世界的な金融引き締めサイクルは、供給サイドの課題と数十年で見られなかったインフレ水準とともに急速に進行しています。インフレを許容できる水準まで押し下げるには、市場が予想するよりも時間がかかり、短期金利がさらに上昇する可能性があります。
- 世界的な景気後退は、中央銀行のインフレ目標を達成するための必要条件かもしれません。そのシナリオが進展した場合、信用スプレッドは相当に拡大し、株式は新たな圧力を受ける可能性があると考えています。
- 景気後退のシナリオが具体化し、投資家が安全な投資先を求めるようになれば、長期金利は低下する可能性があります。
- 上向きのシナリオとは、経済、特に米国が回復力を維持し、労働市場の強さが景気後退状態の持続を防ぐというシナリオです。雇用の喪失と景気後退の長期化を抑えながら物価の安定を達成することが出来れば、FRB にとって大きな勝利となるでしょう。
- 収益は我々の予想よりも回復力が強い可能性があり、それは企業のファンダメンタルズをサポートするでしょう。格下げとデフォルトは、このサイクルを通じて歴史的に低くなっています。この傾向が続くことは、クレジット市場にとって非常に支えになるでしょう。

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
ハッサン・マリク　　ルーミス社　バイス・プレジデント、シニア・ソブリン・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。

2022-10-66