＜ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社コメント＞

2023 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(2023 年 1-3 月期)

金融引き締めは、しばしば経済の中で資金が過剰となっている部分や見えていなかったリスクを露呈させることがあります。

現在の景気循環の後期では、このようなことが起きる場合があります。貸出基準の厳格化や金融セクターにストレスがかかることは歓迎されることではありませんが、インフレの状況下では、全体的な金融環境の引き締めが信用の供与を制限し、ひいては消費者や企業の借り入れや支出を制限するはずです。

中央銀行は、インフレ率を目標水準に戻すために、貸出チャネルと経済成長への打撃を与えようとしているようです。ということは、米国では景気後退が目前に迫っているのでしょうか？私達は、今後 6 ヵ月以内に景気後退が起こる可能性が少なくとも 50%あると見ています。

マクロドライバー

3 月の銀行セクターの動向以来、金融セクターのストレスとさらなる銀行破綻の可能性が投資家の注目を集めています。しかし、投資家が忘れてはならないのはインフレリスクについてだと考えています。

- 企業収益の伸び率は、このクレジット・サイクルにおける最初の回復以降、世界的に圧力を受けています。いくらかの減速が予想されていましたが、今では広範な縮小が起こりそうです。
- 米国の大企業の利益は、2022 年の第 4 四半期に前年比で縮小しました[(1)]。2023 年の第 1 四半期にはさらに縮小すると予想しています。
- 企業の収益性が低下し始めると、特にレバレッジが上昇している場合、クレジットの根本的な状況が急速に悪化する可能性があります。
- 企業はコスト削減に目を向けており、米国企業収益の落ち込みが雇用削減の発表に拍車をかけると予想しています。
- 失業率は通常、景気後退が起きる前の弱さを示す最後の指標です。
- 失業率の急上昇と利益の縮小は、特に金融システムがすでにストレスを受けている中では、今年、米国を景気後退へ導く可能性があります。
- 米連邦準備理事会（FRB）は利上げを一時停止する可能性がありますが、コア PCE インフレ率が目標を大幅に上回っているため、利下げに向けた動きは鈍くなるでしょう。

（1）出典: 米国経済分析局、2023 年 3 月 30 日現在。

コーポレートクレジット

景気後退のリスクが高まったことを反映して、複数のベンチマークのクレジットスプレッドが拡大しましたが、2023 年の最高レベルにはまだ達していません。

- 当社の内部調査フレームワークであるクレジットアナリストによる拡散指数（CANDI）は、過去数四半期に悪化を示唆した後、ファンダメンタルズ見通しがある程度横ばいになっていることを示しています。
- しかし、当社のアナリストが次の 6 か月を展望すると、価格決定力や収益性などの企業の健全性に関する主要なファンダメンタルズは、ほとんどの業界で依然として弱いレベルにとどまっています。
- ボトムアップベースでクレジットリサーチチームは事業環境が弱くなっていると評価しており、これは米国経済が現在サイクルの後半にあり、6 か月以内に景気後退に入る可能性があるというマクロ戦略チームのトップダウンの見解と一致しています。
- 自動車、小売、消費財、鉄道、金属、鉱業、レストランなどの非コモディティおよび消費者関連セクターでマージン低下圧力が見られます。サプライチェーンの問題と賃金圧力は緩やかに緩和されるものの、2023 年前半まで続くと予想しています。
- 3 月末時点で、当社のフレームワークは、ハイイールドおよび投資適格のクレジットが 2023 年にプラスの超過リターンを生み出す可能性があることを依然として示唆していました。

政府債務と政策

米国と欧州の政府による迅速な行動により、金融パニックの長期化は回避された可能性があります。

- FRB は 5 月にこのサイクルの引き締めフェーズを一時停止するか、終了する可能性さえありますが、利下げが間近に迫っていることを示唆するものではないというのが私達の見解です。
- 市場の織り込み方は、FRB による利下げが 2023 年に迫っているという楽観的に見えるものですが、利下げが実現するためには経済が景気後退に陥る必要があると考えています。
- 米国の金融システム内のストレスの多くは、追加の利上げが行われれば悪化することになると思われます。しかし、FRB は目標値の 2 倍に達しているインフレとの戦いを続けています。
- FRB だけではありません。ユーロ圏と英国のコアインフレの状況は、FRB の取り組みと比較して、欧州中央銀行 (ECB) とイングランド銀行 (BoE) にとってさらに重要な課題であり続ける可能性があります。
- 先進国市場のイールドカーブのロングエンド（最長期利回り）は、市場参加者が金融セクターと景気後退のリスクを評価しているため、レンジ内にとどまる可能性があります。2022 年に長期金利を押し上げた政策金利の引き上げに対する予想は、ゆっくりと方向転換しています。

通貨

海外でマクロ経済のリスクが高まっている場合、通常、米ドルは好調に推移します。

- ECB と BoE は、FRB が一時停止した場合、政策金利の引き上げを継続する可能性があります。これは、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。第 2 に、ECB と BoE は、FRB ほど引き締めサイクルが進んでいません。
- 米ドルはこのテーマでここ数週間、緩やかに下落しており、これは第 2 四半期まで続く可能性があります。ただし、次の四半期後半に米国で景気後退が定着し始めた場合、投資家は「安全な避難所」を求めてドルに群がると考えられます。
- 新興国市場の現地通貨建て債券は、格付けの高い米国債券銘柄よりも高い利回りを獲得できる可能性があり、強い通貨パフォーマンスの可能性を示していると見ています。たとえ米ドルが上昇したとしても、一部の市場はうまくいくと考えています。
- 好ましいと思われる現地通貨市場には、中央銀行がこのサイクルで政策金利を迅速に引き上げたメキシコが含まれます。南アフリカは、長期的に構造的な改善が見込めるもう 1 つの市場です。
- アジアでは現在、インドネシアの現地通貨建て債券を選好しており、中央銀行が利上げを終えたと考えています。投資家が不安定な世界市場で相対的な安全性を求める場合、日本円にも上昇の余地があります。

エクイティ

金融環境が引き締められ、価格決定力が低下し、利益率が低下することにより、S&P 500 のコンセンサス予想収益は現在の 220 ドルの水準から約 10% 低下するはずです(2) 。

- 当社の企業健全性を見るフレームワークは、企業が現在良好な状態にあることを示唆していますが、方向性としてファンダメンタルズは低下傾向にあり、バリュエーションが高いことを考えると、潜在的なトータルリターンの上昇は制限される可能性があります。
- このサイクル後期の環境では、証券の選択が重要になると考えています。成長株全体は、より広範な大型株指数と比較して強力なファンダメンタルズを持つ企業に支えられ、市場を引き続きアウトパフォームするように見えます。
- 収益性は、長期にわたるトータルリターンの最も重要な基本的な要因の 1 つと考えられます。テクノロジーセクターは、ROE と利益率の点で依然としてリーダーとなるセクターです。
- 産業株を含むバリュー株の特定のセグメントでは、ここ数週間で 2023 年暦年の収益予測が上昇しています。ファンダメンタルズが改善している、または少なくとも相対的な強さを示しているセクターやスタイルでは、アウトパフォームする可能性があると予想しています。
- 金融の大幅なアンダーパフォームは、世界的な現象となっています。しかし、競争状態が硬直的で価格決定力が低下していることから、長期的に厳しい状況が予想されます。
- 株式のバリュエーションがサイクル後半にどのように拡大するかを見通すのは困難です。株式ベンチマークはレンジ内の動きを予想しており、牽引役となるスタイル、ファクター、および証券に焦点を当てています。

(2) 2023 年 4 月 3 日時点のデータ。

潜在的リスク

マクロ経済の逆風と企業収益の減少という状況が定着しているように見えることを考えると、債券に傾いた慎重な資産配分スタンスは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、そのためクレジット・サイクルの下降局面に入るリスクがあるというものです。ほとんどの資産バリュエーションは現在、景気後退時に従来見られた水準を反映していません。
- 一部の市場参加者は利益の連続的な減少を予想していますが、私たちが予想するほどではありません。米国の大型株の収益が 2023 年に 10% 縮小した場合、資産評価の下方修正が発生する可能性があります。
- 政府は金融セクターの苦境を回避するために迅速に対応しましたが、この問題には目に見える以上のものがある可能性があります。銀行セクター、特に商業用不動産への影響など、システム全体へ波及するリスクに警戒しています。
- 最終的に景気後退の深さは、FRB の政策、特に今後のインフレデータに対する FRB の対応によって決まると考えています。現在のようにコアインフレ率が目標を大幅に上回っている場合、FRB が政策金利を直ちに引き下げるとは考えられません。
- 米国経済は、住宅部門の低迷、自動車価格の急上昇、金利の急上昇、1980 年代以来見られなかったインフレ率など、多くの打撃を吸収してきました。企業収益が減少する可能性が高いため、堅調な労働市場がついに崩壊し始めている兆候に注目しています。

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。

2023-04-32