



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10-12月期)

インフレ率が低下傾向を続ける中、ほとんどの中央銀行は利上げを終えたように見えます。

ECB(欧州中央銀行)とBOE(イングランド銀行)は、実質成長率が0%近くであっても、政策金利を現行水準付近に維持することに満足しているようです。FRB(米連邦準備理事会)は、次の一手として利下げが行われる可能性が高いことを示唆しています。私達は、今年の6月、9月、12月に25ベーシスポイントの利下げが実施される可能性が高いと考えています。この見方は、FF金利先物の価格が示すほど積極的ではありません。

金利の見通しは、経済および投資の見解に関する重要な要素です。世界的に金融政策は引き締めのめであり、経済の成長率は低下しています。米国は少なくとも今後数四半期は景気後退を回避できると考えていますが、欧州では回避できない可能性があります。

マクロドライバー

私達の中心的な信念は、企業利益がクレジット・サイクルを推進しているということです。米国の収益不況が終わった現在、景気後退の可能性は低くなっています。

- 2024年初めの時点で、米国内のインフレは広範囲に減速しており、FRBは2024年半ばまでにFF金利の引き下げに舵を切る意向とみられます。
- インフレ率が低下している一方、FF金利が維持されている場合、金融政策は技術的にはより引き締めのめになりますが、経済成長率がトレンドを下回っているこのサイクル後半でFRBはこれを避けたいと考えています。
- 歴史的にはやや珍しいことですが、米国の実質経済成長率はプラス、失業率は比較的安定している中、コアインフレ率は2024年半ばまでに2.5%に向かって推移しており、米国ではソフトランディングが起きていると考えています。
- 企業利益の前年比成長率が1桁台半ばの範囲にある限り、これは達成可能であると見ています。なお、この数字は現在のブルームバーグのコンセンサスを下回っています。
- 企業は利益が増加している限り従業員を維持する可能性が高く、広範囲に大規模な人員削減が行われる可能性は低そうです。

コーポレートクレジット

さらにスプレッドが縮小する可能性は低いと見られますが、投資家は米国債と比較して社債が提供する利回りの利点を活用できるはずだと考えています。

- 現在のバリュエーションは、米国債利回りを上回るスプレッドという観点からは魅力的ではないかもしれませんが、社債の利回り自体は魅力的に見えると考えています。
- 私達はデフォルトの大きな波を予想していません。したがって、約 8%の利回りの米国ハイイールド債は、株式と同様のリターンを得る可能性があります。低い信用度を好まない投資家は、利回り約 5%の投資適格債に向かう可能性があります。
- 私達が利用している独自の定量的かつ基本的な枠組み、例えば信用健全性指数は最近上昇に転じ、米国経済が景気後退ではなく、景気サイクル後期の拡大期にあることを示しています。
- 同じ定量的ベースの枠組みでは、ハイイールド債の年間デフォルト率はわずか 2.2% と推定されています。これは歴史的に低いものの、その値は一貫して上昇しています。
- ボトムアップの業界固有のファンダメンタルズ分析に基づく私達のサーベイでは最近、利益率や価格決定力などの重要なファンダメンタルズが、2023 年の収益不況の低調な水準とはいえ改善していることを示唆しています。
- 企業の健全性向上を示すこれらの指標の状況と、この前向きな期待の多くはすでにクレジット市場に織り込まれていると見ています。

政府債務と政策

世界中の中央銀行には独自のサイクルがありますが、利上げサイクルは視界の後方にあると考えています。

- サプライチェーンの問題が正常化した現在、インフレ率は過去の最高水準から大きく低下しています。
- 現在進行中の重要な政策要因として、インフレ率が中央銀行による今後の利下げ幅を決める可能性が高いと考えています。
- 先進国市場の長期利回りは 2024 年にその水準を切り下げる可能性があると考えています。米国の 10 年債利回りは 2024 年秋までに 3.5%程度となるのが妥当と予想しています。
- 米国財務省による大規模な国債発行は、金利の方向性に重大な影響を与えるとは考えていません。
- 政策転換の可能性がもう少し明確になるにつれ、市場の注目は米国大統領選挙の行方に集まってくると思われます。
- 私達は FRB の独立性を信じており、金利政策に関して政治が介入するとは考えていません。いずれにせよ、FRB の二重の責務は引き続き FRB の最も重要な目的となるでしょう。

通貨

FRB が利下げを開始すると特に、米国の金融環境が緩和されると予想しています。通常、このような環境は米ドル安を助長します。

- FRB が FF 金利の引き下げを開始する一方で、ECB と BOE は政策金利を据え置かかもしれませんが、その結果生じる短期金利差は、2024 年初めにユーロとポンド高につながる可能性があります。
- 先進国通貨は 2024 年初めには米ドルをアウトパフォームする可能性があると考えていますが、おそらく年間を通じてそれが続くことはないでしょう。インフレ率の低下と経済成長の鈍化を認識して、2024 年下半期のある時点で ECB と BOE も政策金利を引き下げる可能性が高いと考えられます。
- 新興国通貨に対する私達の見方は変わりました。米ドル安の状況が新興国通貨、とりわけ米国より相対的に金利の高い通貨のリターンを高める可能性があると考えています。
- クレジット・サイクルの現段階はまだ終わらないという見解を踏まえると、ほとんどの外貨は米ドルをアウトパフォームするはずで、次に下降局面が来る可能性は高いものの、今後 6 か月間、おそらく 2024 年内で見ても起きないでしょう。
- 新興国の現地通貨建て債券は、有利な通貨パフォーマンスに加え、米国の高格付け債券を上回るキャリーを実現する可能性があります。ブラジル、南アフリカおよびメキシコの現地通貨建て 10 年債が魅力的になりそうだと私達は考えています。
- FRB の利上げサイクルが終了したように見える現在、米ドル指数は引き続き弱含みで推移すると見えています。

エクイティ

2023 年の数四半期の低迷を経て、新興国において収益の力強い回復が起こる可能性があると考えています。

- 2023 年の第 2 四半期決算は、S&P 500 指数の 1 株当たり利益 (EPS) 前年同期比成長率の底となる可能性が非常に高いと見えています。全体として、2023 年の S&P の EPS 成長率は横ばいになると予想しています。
- 私達の見方では、安定ないし低い金利環境と賃金上昇圧力の減少により、企業収益は向上するはずで、当社の株式セクターチームは現在、2024 年の EPS 成長率を 6.0%と予想しています。
- 過去 12 か月の利益率は改善を示し、決定的な上昇を示しました。しかし、経済成長の鈍化とインフレの低下により、平均的な売上成長率の達成はさらに難しくなる可能性が高いと考えています。マージンの大幅な拡大を促進する明確な要因は見当たりませんが、その安定は問題ないと見えています。
- 2023 年 12 月に入り、ラッセル 1000 グロース指数は、ラッセル 2000 指数および S&P 小型株 600 指数と比較して、年初からのパフォーマンスに関しては大幅に上回りました。ただし、市場毎のパフォーマンスの差は最近縮小しており、これは 2024 年初めまで続く可能性があると考えています。

- S&P 500 指数内のセクター別の観点から見ると、超大型テクノロジー企業とテクノロジー関連企業がアウトパフォームの大部分を占めました。通信サービスと一般消費者セクターも好調であり、クレジット・サイクルに関して前向きな見通しを示しています。株式市場全体に良好なパフォーマンスが広がるためには、小型株やディフェンシブではないセクターの企業が躍進する必要がありますと考えています。

潜在的リスク

私達は経済についてより楽観的になりました。リスク資産は予想される経済成長を概ね反映しており、ほとんどの市場でバリュエーションが上昇しています。

- 私達の中心的な見方は、厳しい金融引き締めの結果、世界経済は徐々に弱まっていくというものです。クレジット・サイクルの下降局面はさらに先のことになるのではないかと考えられます。とはいえ、私達は、逆イールドや先行経済指標の大幅な低下など、潜在的な下振れシグナルを軽視することには慎重です。
- 伝統的な不況のサインは点滅しており、数か月間続いています。2024 年に景気後退と広範な不況が起こる可能性はあります。
- そのような場合、ソフトランディング・シナリオをすでに大幅に織り込んでいるクレジット市場と株式市場全体では大きな調整が起こるでしょう。
- 私達はソフトランディングの可能性が非常に高いと考えており、そのため市場の価格は適正であると見ています。クレジット市場ではキャリーが提供されていますが、スプレッドが縮小する可能性はそれほど高くありません。
- 当社の大局観には世界金利の低下が含まれており、ベンチマークと比較してデュレーションが長めのポジショニングが有利になる可能性があります。このようなシナリオでは、より高く粘り強いインフレがリスクとなり、その場合中央銀行の引き締めが長期化する可能性が高いでしょう。
- 利益成長の回復もソフトランディングの鍵となります。これまでの回復が一時的なものであることが判明した場合、人員削減が消費に打撃を与え、経済縮小を引き起こす可能性があります。

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、ルूमイ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。

2023-1-19