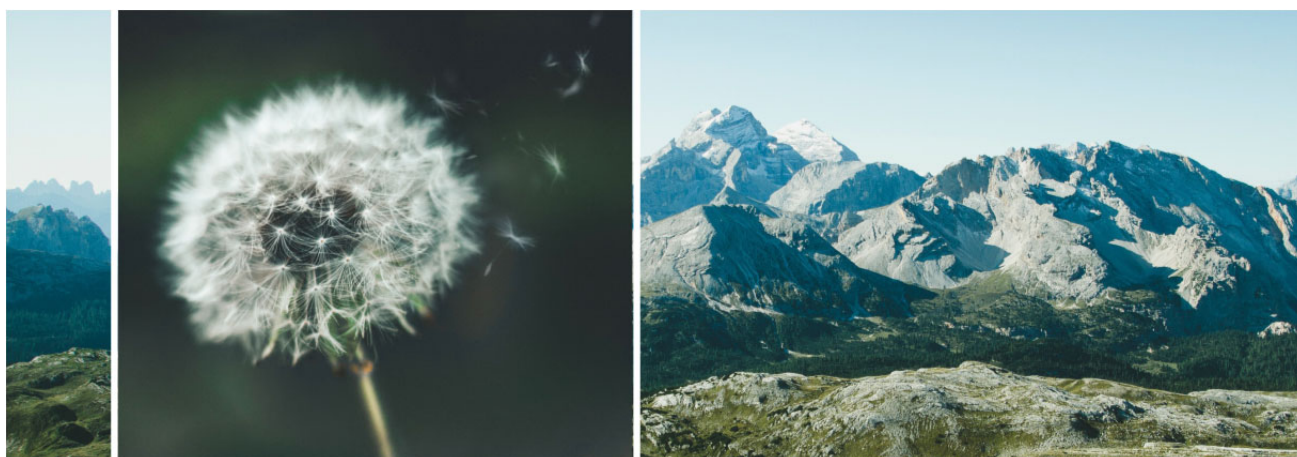


## インベストメント アウトルック

2018年10月

ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー  
バイス・プレジデント、マクロ・アナリスト  
クレイグ・バレル



以下は、ルーミス・セイレス・アンド・カンパニーの上記の著者が作成した資料をもとに、ナティクシス・インベストメント・マネージャーズ株式会社が作成、掲載したものです。

**世界の経済大国の多くで、成長率とインフレ率は現在の水準を維持する見通しで、企業にとって良好な経営環境が継続すると思われま**す。

クレジット・サイクルは進行しましたが、売上や利益が健全なペースで成長を続ける限り、クレジット・スプレッドの大幅拡大の可能性は低いと考えます。米国の社債及び株式のリスク・プレミアムはかなり縮小したように見えますが、穏当なリターンの獲得は可能と思われま

す。新興国資産のバリュエーションは1月以来低下が進み、ファンダメンタルズでは説明がつかない水準まで売られました。

## ■ マクロ経済 (p.3)

主要国の多くが、クレジット・サイクルの拡大期にあり、ゆっくりと拡大期を進んでいます。

## ■ クレジット市場 (p.4)

クレジット・スプレッドが緩やかに拡大したことで、割高感が高まっていたセクターのバリュエーションが改善しました。

## ■ 為替市場 (p.5)

新興国市場通貨や米ドル以外の先進国通貨は割安ながら、持続的な上昇に転じるには、新たなカタリストを要すると見込まれます。

## ■ 株式 (p.6)

世界の株式市場は、PER（株価収益率）の拡大に依らず、利益成長が引き続き牽引する見通しです。

## ■ リスク・シナリオ (p.7)

米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派スタンスを強め、中国経済が予想外に減速した場合、世界的に好調な経済を頓挫させる恐れがあります。

## ■ 資産クラス別見通し (p.7)

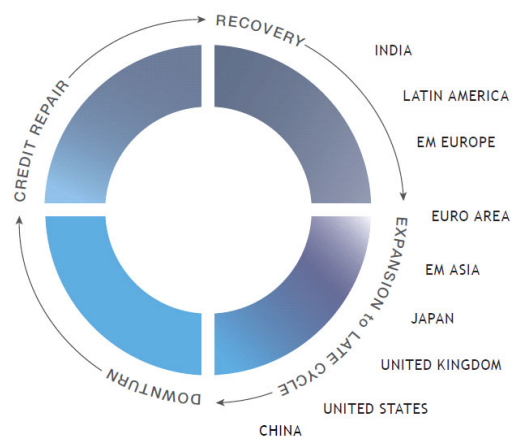
各資産クラスについての見通しを簡潔にまとめます。

## マクロ経済

### 米国及び中国の 2019 年の名目 GDP 成長率は、それぞれ年率 5.2%及び 8.8%となる見通し

- 世界の二大経済国である米国と中国が、世界の GDP の約 40%を占めますが、中国経済は幾分減速する可能性があるものの、この二国が成長エンジンとなり、今後数四半期、世界の経済成長を牽引していくでしょう。
- 先進国及び新興国における物価関連指標はインフレ圧力が穏やかな水準に留まっていることを示していますが、景気拡大を脅かすほどではないものの、今後はやや高まると見えています。
- 米国はクレジット・サイクルの成熟期にあります。他の多くの国々はより早期のステージに位置しています。これらの国々は、特に経済成長とインフレが安定的に推移すれば、クレジット・サイクルの拡大期を長期間に渡って進むことが可能です。
- 世界経済は貿易とサプライチェーンによって緊密に結び付いており、通商交渉や関税問題は世界貿易を幾分阻害してきましたが、貿易の中断・停滞が世界経済の成長見通しに大幅な変更を迫る可能性は低いと考えます。
- 中国の経済活動の緩やかな加速は新興国経済にとって強力な下支えとなります。年末に向けて貿易関連の発言が和らげば、特に効果的でしょう。
- 他国に比べ米国経済のモメンタムは力強く、FRB は利上げを継続する見通しですが、他の先進国の中央銀行は当面金融緩和姿勢を維持する見込みです。

多くの国々はクレジット・サイクルの回復期もしくは拡大期に位置しており、後退期に位置する国は見当たらない



Source: Loomis Sayles. Views as of September 30, 2018.

## クレジット市場

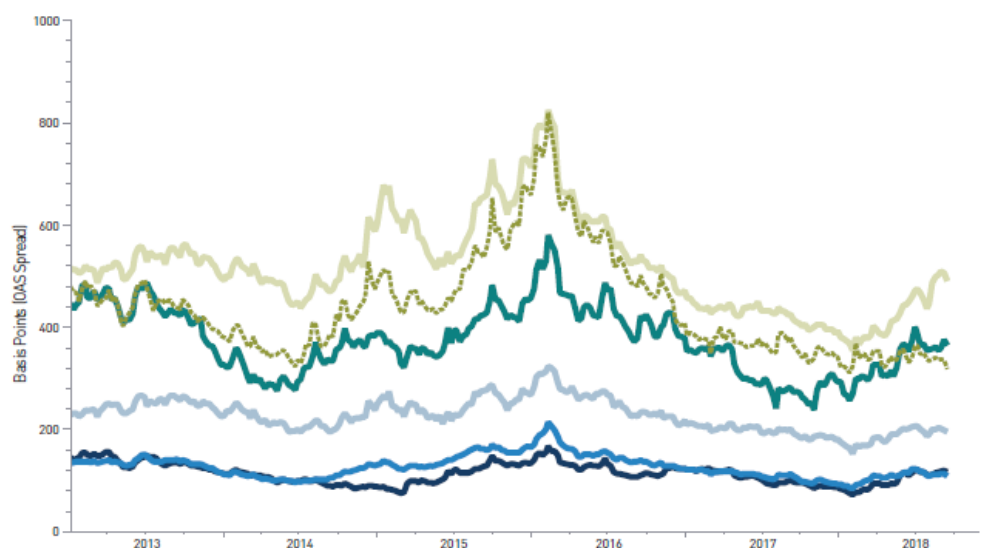
### 企業の利益成長が今般のクレジット・サイクルの原動力

- 米国及び少数の新興国を除き、世界的にクレジット市場はかなり安定的に推移しています。米国のクレジット市場は、インフレ調整後の実質FF金利がプラス圏に近づいているため、従来よりも緩和的ではなくなってきました。
- 米国ハイールド社債スプレッドは、優れた企業業績と旺盛な投資家需要に支えられ、底堅く推移してきました。米国の安定的見通しと相対的に高い利回りにより、需要が弱まる可能性は低そうです。
- 米国投資適格社債のスプレッドはやや拡大したものの、引き続き堅調なビジネス環境を反映しています。当資産クラスは今後も有意に米国債をアウトパフォーマンスする見通しです。
- 欧州のハイールド社債のスプレッドは2018年を通じ徐々に拡大してきましたが、欧州の先進国国債対比で、魅力的な利回りを提供しています。
- 直近の新興国資産売りが見られるまでは、新興国債券のバリュエーションはやや割高でしたが、市場の調整によりリスク・プレミアムが回復しました。弊社は新興国債券には投資妙味があると考えていますが、当面は持続的上昇につながる次のカタリストを伺います。
- クレジット市場も、政情不安や市場のボラティリティの高まり、景気拡大後期に見られるイールドカーブのシフトに無縁ではられません。従って、景気サイクルの進展に伴い、一定程度の警戒をもってポートフォリオ運営にあたる必要があります。

米国ハイールドを除き、世界的にクレジット・スプレッドは年初来で拡大

グローバル・クレジット・スプレッド

— Corporate EMBI HY  
— Pan-Euro HY Corp  
- - US HY Corp  
— Corporate EMBI IG  
— Euro Agg IG Corp  
— US Aggregate IG Corp



Source: Thompson Reuters Datastream, Bloomberg, data as of September 27, 2018.

## 為替市場

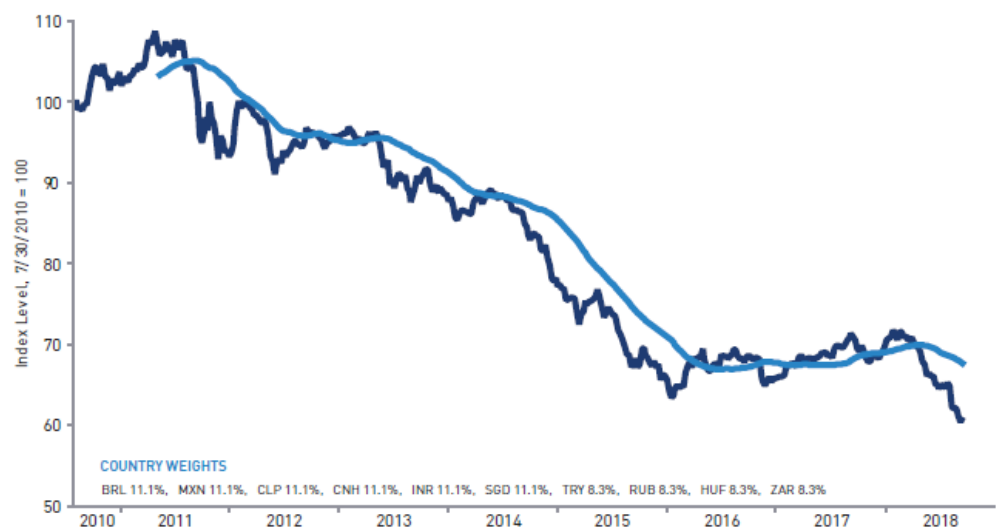
### 強力な景気循環の追い風がドル高を牽引

- 米国の経済モメンタムがその他の国々を上回る環境は当面継続すると見込まれます。弊社はFRBの再利上げを予測しますが、米国以外の先進国の中央銀行は緩和的金融政策を継続する見通しです。
- 米ドルは、経済成長格差及び金利差が下支えとなり、今後数四半期、底堅く推移すると予想します。しかしながら、可能性は低いものの、予想外にFRBがハト派に傾いた場合、現在そのリスクが市場に織り込まれていないため、そのインパクトは強力なものになるでしょう。
- 新興国通貨を含む各国通貨は、米ドルに対し、長期的に魅力的な水準にあると判断していますが、景気循環及び需給は、バリュエーション程には好ましい環境ではないでしょう。
- 米国の現在の金利水準は、投資家に魅力的な投資機会を提供すると考えますが、特に為替ヘッジを行わない海外投資家にとっては特に魅力的であり、ドル資産への資金の流入をもたらす可能性があります。また、リスク回避的な投資家をドル資産に向かわせる可能性から、弊社は不安定な投資家センチメントやリスクオフトレードの動向を注意深く見守っていきます。
- 貿易摩擦を巡る緊張の高まりにより、新興国通貨には下押し圧力がかかっています。米国では、共和党も民主党も、貿易相手国に対する米国の立場を改善する取り組みには一定の理解を示しており、このトレンドは当面継続する見通しです。

新興国通貨のバリュエーションは改善したが、需給面は引き続き厳しい状況

JPモルガン新興国通貨インデックス

■ JP Morgan Emerging Market Currency Index  
■ 200-Day Moving Average



Source: Thomson Reuters Datastream, JP Morgan, data as of September 27, 2018.

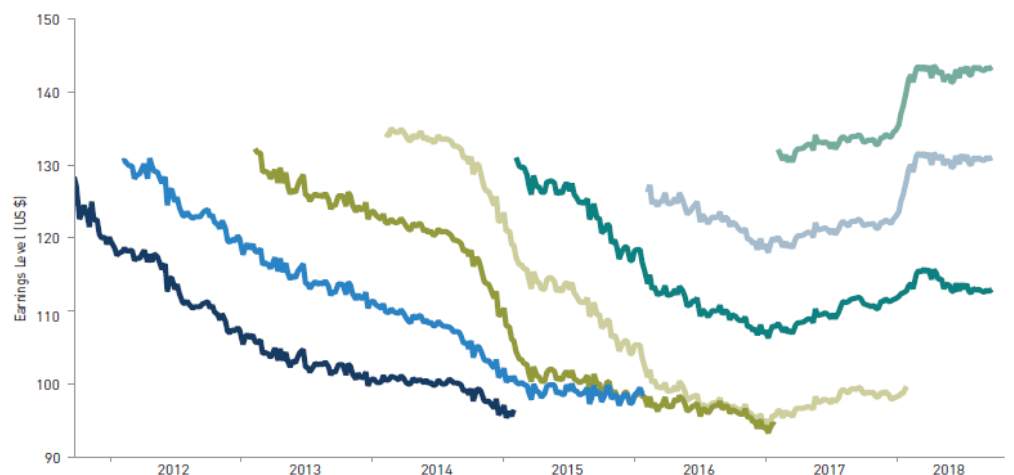
## 株式

### 2019年の企業収益見通しはグローバルに安定的

- ドルベースの MSCI エマージング指数は、主に新興国通貨の下落を要因に、主要資産クラスの中で唯一収益予想が下方修正されましたが、現地通貨ベースの収益予想は、ドルベース程は悪くありません。
- MSCI ジャパン指数は、年初来のパフォーマンスはほぼ横ばいながら、収益予想が上方修正され、バリュエーションが改善しています。堅調な業績見通しと魅力的なバリュエーションにより、MSCI ジャパン指数は他の地域の株価指数をアウトパフォームする可能性が高いと見えています。
- 欧州でも日本と同様の状況が見られますが、見通しは日本ほどは明るくありません。MSCI ヨーロッパ指数のバリュエーションは、過去の推移との比較では割安ながら、欧州連合（EU）内における長引く政治リスクが楽観的なセンチメントを抑制しています。
- S&P500 指数の2018年の利益成長は20%を上回る見通しで、そのうち減税による寄与は半分以下に留まります。2019年の利益成長ペースは減速する見通ししながら、米国の堅調なファンダメンタルズがサポートとなり、2桁に近い成長が見込まれます。
- 2018年及び2019年の企業収益のコンセンサス予想は上方修正され、グローバル株式市場のバリュエーションと概ね良好な市場見通しを下支えています。

市場予想はしばしば楽観に過ぎ下方修正されるが、2018年と2019年は状況が異なる

MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックスのコンセンサス EPS 予想



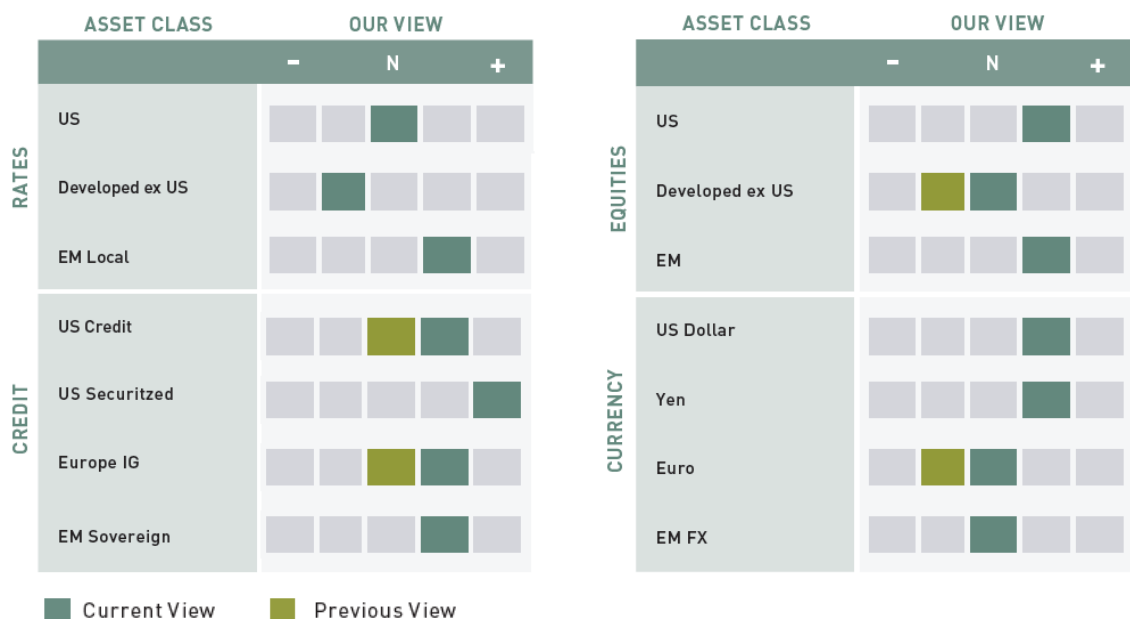
Source: Thomson Reuters Datastream, IBES, data as of September 27, 2018.

## リスク・シナリオ

### タカ派姿勢を強めるFRBと予想を上回る中国経済の減速は市場を混乱に陥れる

- 過度に積極的な利上げにより利回り曲線が逆イールド化すれば、経済減速が懸念され、クレジット・スプレッドの拡大や広範なリスク資産のボラティリティの上昇が予想されます。FRBは利上げを継続する見通しですが、景気後退リスクを含め、過度な引き締めがもたらす多大な影響について引き続き認識しており、警戒を緩めることはないでしょう。
- 中国の景気判断の下方修正を迫るようなショックが生じた場合、投資家のセンチメントを冷え込ませると懸念されますが、特に新興国市場については影響が大きいと思われます。
- 今夏、中国との貿易交渉と輸入品に対する関税発動が発表されると、人民元は米ドルに対し売られ始めました。人民元的大幅安はメインシナリオではないものの、中国の政策の不安定化の兆候と受け取られ、リスク資産市場を混乱させる可能性が懸念されます。
- 世界の貿易が大きく阻害された場合、世界経済の成長ペースが減速し、多くの国・地域が景気サイクルの後退局面へと近づくことになるでしょう。市場は既知のイベントは既に概ね織り込み済みですが、状況が更に悪化すれば、世界経済の見通しが曇るかもしれません。
- 上記のリスク・シナリオが解決を見れば、投資家はポジティブ・サプライズと捉え、弊社のポジティブな見通しを更にサポートすることになるでしょう。

## 資産クラス別見通し



セクター別トータル  
リターン

(ドルベース、%)

2018年9月末現在

インデックス	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
米国総合				
米国総合インデックス	-0.64	0.02	-0.14	-1.22
米国政府/クレジットインデックス	-0.67	0.06	-0.27	1.37

7-9 月期は、米国総合インデックス及び米国政府/クレジットインデックスのトータルリターンは小幅プラスとなりましたが、同デュレーション国債対比の超過収益はそれぞれ 53bp と 68bp となりました。経済及び企業収益は堅調を維持していたため、各インデックスのスプレッドはやや縮小しました。

米国政府	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
米国国債	-0.93	-0.59	-0.49	-1.62
3ヵ月短期国債	0.16	0.49	0.95	1.60
2年国債	-0.12	0.14	0.29	-0.21
5年国債	-0.72	-0.28	-0.34	-2.05
10年国債	-1.48	-1.09	-1.37	-3.97
30年国債	-3.34	-3.27	-2.77	-3.75
米国インフレ連動債	-1.05	-0.82	-0.05	0.41
米国政府機関債	-0.43	-0.01	-0.01	-0.56

FRB は 9 月に今般の利上げサイクルにおいて 8 度目の利上げを実施し、FF レートの誘導レンジを 2.00-2.25% へ引き上げました。当四半期、短期金利が中期、長期金利よりも大きく上昇し、期を通じてイールドカーブはフラット化しました。米国金利は同程度の格付けを有する先進国の中で最も高くなりましたが、米国経済の拡大が続く限り、FRB は利上げを継続する見通しです。インフレ連動債は長期セクターがアウトパフォームしましたが、実際のインフレ率も期待インフレ率も期を通じて安定的に推移しました。

米国地方債	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
米国地方債	-0.65	-0.15	0.72	0.35

米国地方債のトータルリターンはややマイナスとなったものの、幅広い年限に渡って米国国債をアウトパフォームしました。特に、BBB 格は、米国総合インデックスよりデュレーションが長いにもかかわらず、金利上昇を乗り切り、7-9 月期はプラスのトータルリターンを確保しました。

米国証券化商品	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
MBS:モーゲージ債	-0.61	-0.12	0.12	-0.92
ABS:資産担保証券	-0.04	0.49	0.91	0.51
CMBS:商業不動産担保証券	-0.49	0.46	0.39	-0.58

米国の資産担保証券及び商業不動産担保証券は、7-9 月期、トータルリターン及び同デュレーション国債対比の超過収益共にプラスを確保しましたが、モーゲージ債のトータルリターン及び超過収益は共にほぼ横ばいにとどまりました。証券化商品の対米国国債のスプレッドは小幅であるものの、その小幅の上乗せ利回りがリターンを下支えしました。証券化商品セクターの見通しは高い信用力を背景に良好ですが、仮にリスク回避の動きが強まっても、高い信用力と米国国債との高い相関から、底堅いリターンが期待されます。



## セクター別インデックス・リターン

(ドルベース、%)

2018年9月末現在

インデックス	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
社債				
米国投資適格社債	-0.36	0.97	-0.02	-1.19
AAA 格	-0.78	-0.02	-0.36	-1.67
AA 格	-0.44	0.58	0.25	-0.90
A 格	-0.54	0.72	-0.19	-1.64
BBB 格	-0.17	1.29	0.10	-0.83
欧州投資適格社債 (現地通貨ベース)	-0.29	0.00	-0.25	0.00
AAA 格	-0.77	-0.45	-0.03	0.60
AA 格	-0.44	-0.19	0.35	0.32
A 格	-0.39	-0.07	0.02	0.14
BBB 格	-0.18	0.10	-0.56	-0.17
英国投資適格社債 (現地通貨ベース)	-1.03	-0.31	-0.65	-0.01
AAA 格	-2.71	-2.69	-4.91	-4.50
AA 格	-0.89	-0.40	-0.56	0.15
A 格	-1.14	-0.42	-0.63	-0.19
BBB 格	-0.92	-0.14	-0.55	0.23

投資適格社債のデフレーションは相対的に長く、一定の投資環境においては非常に望ましい属性です。しかし、7-9月期のような金利上昇時には、投資適格社債のトータルリターンは限定的に留まりました。米国投資適格社債は中長期の国債イールドカーブが20bp程度上昇したにもかかわらず、プラスのトータルリターンを確保しました。欧州及び英国でも国債イールドカーブに米国同様の動きが見られ、投資適格社債の上値が抑えられましたが、良好なビジネス環境を背景に3地域のインデックス全てでスプレッドがやや縮小し、同デフレーション国債対比でプラスの超過収益を確保し、特に米国においてはその傾向が顕著となりました。

社債	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
米国ハイイールド社債	0.56	2.40	3.46	3.05
BB 格	0.26	2.32	2.14	0.90
B 格	0.61	2.29	3.74	3.54
CCC 格	1.20	2.73	5.68	7.08
欧州ハイイールド社債 (現地通貨ベース)	0.36	1.56	0.38	0.75
BB 格	0.66	1.64	0.25	0.67
B 格	0.07	1.75	1.22	1.27
CCC 格	-1.90	-0.50	-2.27	-0.72

高い利回り、相対的に短いデフレーション、利益成長ベースの加速が米国ハイイールド社債をサポートしました。米国ハイイールド社債のスプレッドは前期末比で40bp以上縮小し、スプレッドは年初来最低の水準に近づきました。米国ハイイールド社債は全ての格付けにおいて良好なトータルリターンと同デフレーション国債対比の超過収益を上げました。欧州ハイイールド社債のスプレッドは年初来では拡大しましたが、前期末比では50bp以上縮小しました。欧州ハイイールド社債はあらゆるセクターに渡ってプラスのトータルリターンを獲得しましたが、ヘルスケア、医薬品、エネルギーセクターの一部サブセクターが特に優れたリターンを上げました。

バンクローン	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
S&P/LSTA レバレッジド・ローン	0.69	1.84	2.55	5.19
BB 格	0.52	1.53	2.00	4.32
B 格	0.78	1.96	2.77	5.44
CCC 格	1.31	3.47	5.44	11.42

米国ハイイールド・バンクローンは金利上昇に対する耐性から、引き続き底堅いトータルリターンが期待できるアセットクラスです。米国ハイイールド・バンクローンは堅調なファンダメンタルズと安定的な経済に下支えされました。

## セクター別インデックス・リターン

(ドルベース、%)

2018年9月末現在

インデックス	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
先進国国債				
FTSE 世界国債 (現地通貨ベース)	-0.57	-0.92	-1.10	-0.37
FTSE 世界国債 (除く米国)	-0.38	-1.10	-1.43	0.26
米国	-0.92	-0.59	-0.48	-1.59
カナダ	-1.00	-1.04	-0.76	0.79
日本	-0.31	-1.22	-0.97	-0.10
オーストラリア	-0.62	0.47	1.24	3.97
英国	-1.74	-1.99	-1.89	0.58
欧州国債	-0.18	-1.12	-1.97	-0.02
フランス	-0.81	-1.06	-0.27	1.18
ドイツ	-0.86	-0.77	0.52	0.79
アイルランド	-0.72	-1.16	-0.56	0.39
イタリア	1.61	-1.92	-7.01	-3.80
スペイン	-0.08	-0.49	-1.70	2.39

多くの先進国で国債利回りが緩やかに上昇したため、イールドカーブは上方にシフトし、7-9月期のトータルリターンはマイナスとなりました。世界的に主として政治リスクに投資家の関心が集まりましたが、特にイタリアの財政問題とブレグジットの行方に対する市場の関心が高まりました。国債利回りの上昇は8月下旬頃より顕著となりましたが、上昇幅は多くの国でそれほど大きなものではありませんでした。世界経済は実質で4.0%に近いペースでの成長が継続し、多くの国々でインフレ率は安定的に推移しており、7-9月期に見られた緩やかな金利上昇と符合します。

新興市場債券	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
EMBI グローバル (米ドル建て国債/準国債)	1.77	1.87	-1.71	-2.94
CEMBI フロント・ディバースィファイド (米ドル建て社債)	0.94	1.30	-0.49	-0.93
GBI-EM グローバル・ディバースィファイド (現地通貨建て国債)	0.95	0.24	-2.03	1.06

7-9月期はボラティリティの高い期となりましたが、新興国債券は9月を通じて回復が見られたため、当期のトータルリターンはプラスで着地しました。EMBI グローバル指数の中で最もリターンが良好となった地域は中東とアフリカでした。CEMBI では、金融セクターとインフラセクターがそれぞれインデックスを96bp、75bp アンダーパフォームした他は、セクター全般に渡ってインデックスと同程度のプラスのリターンを獲得しました。GBI-EM グローバル・ディバースィファイドでは、欧州以外の地域は若干のプラスのリターンを確保しました。アルゼンチンやトルコなど投機的格付けの国々は、インデックスのトータルリターンに対しマイナスに寄与しましたが、一部のアジア諸国や中南米の国々のリターンはインデックスのリターンを下支えました。

セクター別インデックス・リターン

(ドルベース、%)

2018年9月末現在

インデックス	通貨 (対米ドルリターン)			
	過去1ヵ月	過去3ヵ月	過去6ヵ月	過去1年
ドル・ブロック	-			
カナダ・ドル	1.02	1.74	-0.06	-3.38
オーストラリア・ドル	0.49	-2.44	-5.93	-7.79
ニュージーランド・ドル	-0.05	-2.20	-8.54	-8.18
西ヨーロッパ				
ユーロ	0.02	-0.68	-5.84	-1.78
ノルウェー・クローネ	2.81	-0.08	-3.84	-2.35
スウェーデン・クローナ	2.97	0.60	-6.16	-8.34
スイス・フラン	-1.30	0.91	-2.82	-1.36
英ポンド	0.55	-1.33	-7.02	-2.74
欧州新興国及びアフリカ				
チェコ・コルナ	0.02	0.14	-7.40	-0.93
ハンガリー・フォリント	0.97	1.07	-9.06	-5.41
ポーランド・ズロチ	0.32	1.47	-7.37	-1.02
ロシア・ルーブル	3.03	-4.29	-12.85	-12.29
南アフリカ・ランド	3.87	-2.95	-16.27	-4.12
トルコ・リラ	7.99	-24.16	-34.69	-41.16
アジア				
日本円	-2.35	-2.59	-6.53	-1.05
中国元	-0.54	-3.61	-8.64	-3.14
インドネシア・ルピア	-1.16	-3.84	-7.62	-9.60
マレーシア・リンギット	-0.71	-2.41	-6.64	1.99
フィリピン・ペソ	-1.01	-1.29	-3.42	-5.95
シンガポール・ドル	0.37	-0.34	-4.06	-0.69
韓国ウォン	0.32	0.48	-4.12	3.25
中南米				
アルゼンチン・ペソ	-10.71	-29.97	-51.24	-58.08
ブラジル・レアル	0.12	-4.27	-18.35	-21.91
チリ・ペソ	3.94	-0.38	-8.06	-2.71
コロンビア・ペソ	2.74	-1.40	-5.95	-1.11
メキシコ・ペソ	1.96	6.35	-2.87	-2.48
ペルー・ソル	-0.49	-0.83	-2.25	-1.17

7-9 月期は、リスク回避のドル高が進行し、ドルインデックスは 0.70%程上昇し、貿易加重ベースの米ドルは 1.30%の上昇となりましたが、先進国通貨及び新興国通貨の大多数は下落圧力に晒されました。概して、米ドル以外の通貨のリターンは軟調でしたが、極端に下落した通貨は固有の事情が影響したアルゼンチンとトルコに限られました。アジア通貨は、米国との貿易戦争を巡る懸念が高まり、アンダーパフォームが顕著となりましたが、特に中国元が軟調でした。欧州及び中南米通貨の下落率は相対的に緩やかでした。北米では、米・カナダ・メキシコが貿易協定に合意したことから、メキシコ・ペソは堅調な推移となり、カナダ・ドルも対米ドルで上昇しました。

セクター別トータル  
リターン

(ドルベース、%)

2018年9月末現在

インデックス	過去3ヵ月	過去1年	過去3年	過去5年
グローバル株式インデックス				
S&P500®	7.71	17.91	17.31	13.95
MSCI オールカントリーワールドインデックス	4.40	10.35	14.02	9.25
MSCI ヨーロッパ	0.84	0.33	8.37	4.29
MSCI ジャパン	3.81	10.57	12.51	7.11
MSCI エマージング	-0.95	-0.44	12.77	3.99

7-9 月期、S&P500 指数は史上最高値を更新しましたが、米国以外の株式市場の値動きはまちまちとなりました。世界的に企業業績は良好でしたが、前年同期比 2 桁の利益成長を達成した米国に比肩する程の実績は実現していません。MSCI エマージングは期初に被った下落を期末にかけて回復し、7-9 月期を通じては 1%程度下落に留まりました。欧州株はレンジ内推移に終始し、MSCI ヨーロッパのトータルリターンは小幅プラスに、日本株は 9 月末にかけて大きく反発し、MSCI ジャパンのトータルリターンは良好な結果となりました。

米国株式インデックス	過去3ヵ月	過去1年	過去3年	過去5年
ラッセル 1000® (大型株)	7.42	17.76	17.07	13.67
〃 グロース	9.17	26.30	20.55	16.58
〃 バリュエーション	5.70	9.45	13.55	10.72
ラッセル Midcap® (中型株)	5.00	13.98	14.52	11.65
〃 グロース	7.57	21.10	16.65	13.00
〃 バリュエーション	3.30	8.81	13.09	10.72
ラッセル 2000® (小型株)	3.58	15.24	17.12	11.07
〃 グロース	5.52	21.06	17.98	12.14
〃 バリュエーション	1.60	9.33	16.12	9.91

7-9 月期は、大型株が株式市場の上昇を牽引し、グロース株はバリュエーション株を引き続きアウトパフォームしました。グロース株は概してバリュエーション株より収益性を示す財務指標が強めに出るため、長期的にバリュエーション株が構造的に不利な状態にあります。バリュエーションは、市場が前回つけたピークを上回っていますが、米国株式は当期目立ってバリュエーションが上昇することなく史上最高値を更新しました。業績予想によれば、米国株式は PER (株価収益率) 拡大に依らずに、売上及び収益の成長が今後も株価を押し上げていく見通しです。

米国大型株 (S&P500®) 指数 (セクター別)	過去3ヵ月	過去1年	過去3年	過去5年
ヘルスケア	14.53	18.42	14.93	15.40
資本財	10.00	11.06	17.60	13.00
情報技術	9.07	31.80	27.83	22.38
一般消費財	8.27	32.59	18.61	15.92
電気通信サービス	7.16	1.75	8.84	6.25
生活必需品	5.70	3.14	7.44	9.25
金融	4.36	8.73	16.91	12.27
公益事業	2.39	2.93	10.63	11.10
不動産	0.86	4.95	6.82	5.90
エネルギー	0.61	13.96	10.75	0.98
素材	0.36	4.01	15.17	8.71

7-9 月期、S&P500 指数の各セクターは全てプラスのトータルリターンを上げましたが、リターンのはばらつきが大きい期となりました。最も高いリターンを獲得したセクターはヘルスケアで、期を通じて上昇しました。資本財セクターのリターンも良好で、期の大半において上昇しました。グロースの性質が強い情報技術と一般消費財は、引き続き S&P500 指数をアウトパフォームし、過去 1 年で目撃すべきリターンを上げました。ディフェンシブ・セクターで最も良好なリターンを上げたセクターは電気通信サービスですが、S&P500 指数を若干アンダーパフォームしました。金融セクターは、景気の循環的拡大からアウトパフォームを期待していた投資家を再度失望させる結果となりました。

当資料は、ルミス・セイレス・アンド・カンパニーが2018年10月に公表した“Investment Outlook”を、ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（以下、「当社」といいます。）が翻訳し掲載したものであり、日本国内の機関投資家に対する当社グループの戦略および投資環境等に係る情報提供を目的としています。当社グループとは、Natixis Investment Managersを最終親会社とするグループをいい、ルミス・セイレス・アンド・カンパニーを含みます。当資料は、投資助言の提供、有価証券の取引の勧誘を意図するものでも、法務・会計・税務の助言の提供を意図するものでもありません。当資料は、過去のパフォーマンスや将来のリターンを示唆するものでもなく、当資料の内容の正確性、完全性及び適合性は保証されていません。したがって、当資料に基づきとられたいかなる行動の結果についても当社及び当社グループは一切責任を負いません。契約の締結や投資判断の際には、必ず該当する契約書・説明書類等の関連書類を熟読の上ご判断下さい。当資料の記載内容、データ等は執筆者に入手可能であった情報に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。当社グループの運用チームは執筆者と異なる見解を持ち、異なる意思決定を行う可能性があります。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社グループの事前の書面同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

#### ご留意いただきたい事項

商号等： ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（金融商品取引業者）

登録番号： 関東財務局長(金商)第425号

加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

#### 運用報酬等：

当社の投資一任サービス（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合を含みます。以下同じ。）をご利用になる場合の当社の報酬については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

#### ご負担頂く費用等：

当社の投資一任サービスをご利用になる場合、上記の運用報酬の他、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。ファンド形態の有価証券（投資信託の受益証券等）を組み入れる場合には、当該ファンドにおける運用報酬や有価証券保管費用・売買委託手数料等もお客様のご負担となります（複数階層のファンド組入れとなる場合も同様。）。これらの費用については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

なお、お客様にご負担いただく運用報酬・費用等に消費税が課税される場合、当該課税額もお客様のご負担となります。

#### リスク情報：

投資一任契約に基づく運用は、主に国内外の株式や債券などの値動きがある有価証券を投資対象（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合において、当該私募投資信託による投資の対象となるものを含みます。以下同じ。）としており、投資元本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や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあり、さらに元本を超えて損失を被るおそれがあります。投資一任契約の投資対象は、個別の投資一任契約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。

株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、発行者の信用状況・市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。