2022年4月

市場見通し

CRAIG BURELLE
VP, Senior Macro Strategies Analyst

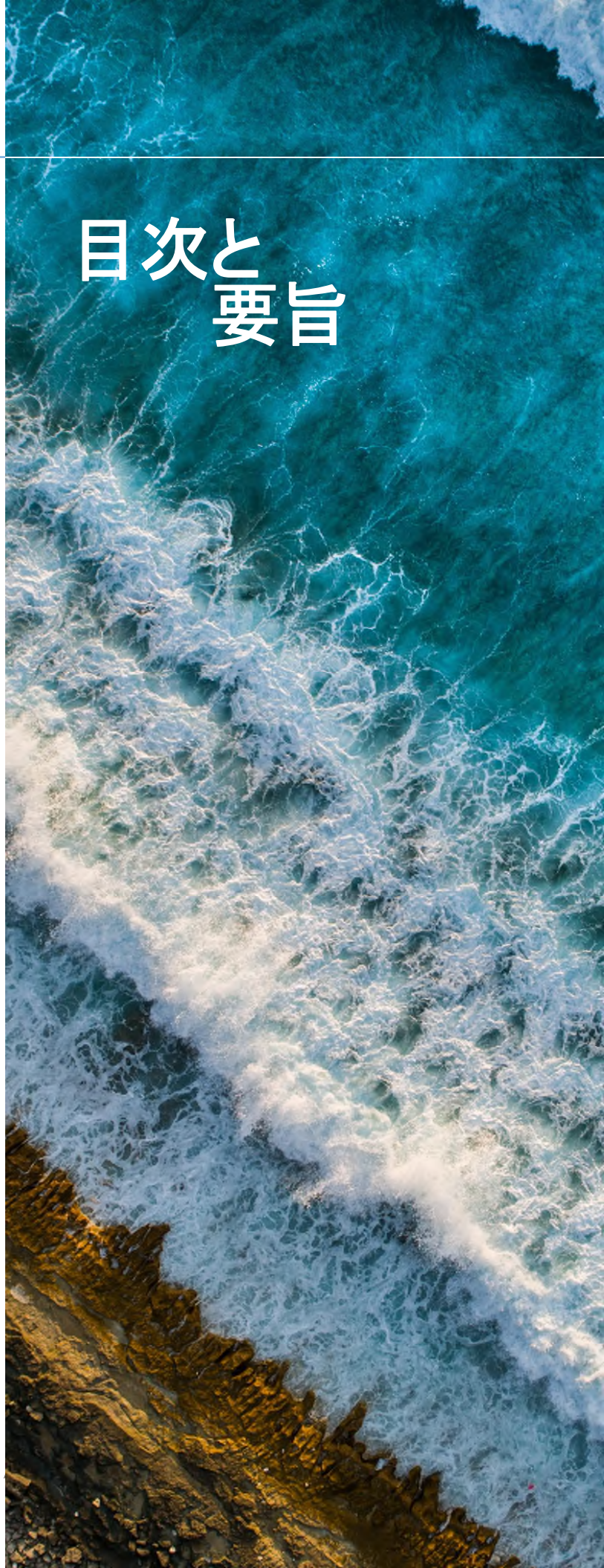
パンデミック後市場に溢れた流動性の大波は、現在引き潮となっています。

米国連邦準備制度理事会をはじめとする多くの中央銀行は、高いインフレ率に対応するため、金融引き締め策にシフトしています。クレジット・サイクルは拡大後期に入り、金融システム内のストレスが露呈する可能性があると思われます。

インフレ懸念と地政学的混乱に直面し、市場のボラティリティは今後も続くと思われます。しかし、堅実な企業ファンダメンタルズとトレンドを上回る実質経済成長率に裏打ちされた資産には、証券固有要因による潜在的投資機会が豊富にあると見ています。

Views and opinions expressed reflect the current opinions of the author and views are subject to change at any time without notice. Other industry analysts and investment personnel may have different views and opinions.

目次と要旨



PAGE 3

特殊要因:
ロシア　ウクライナ侵攻

急速な事態解決は考えにくいが、制裁措置は継続

PAGE 4

マクロ要因

米連銀は利上げによりインフレに対抗しつつ、ソフトランディングを目指しているが容易ではない

PAGE 5

クレジット市場

企業のファンダメンタルの堅調さに注目すると、クレジット保有とそれによるキャリー（金利収入）の優位性がみえてくる

PAGE 6

政府債務と管理政策

グローバルに各国政府の資本調達コストは上昇

PAGE 7

為替市場

米ドルの堅調地合いは夏場まで継続

PAGE 8

株式市場

グローバルに金融引き締めが見られる中、2桁を超えるパフォーマンスはやや困難か？

PAGE 9

リスク要因

インフレが高進するなか、中核国の中央銀行は十分資金供給できないリスクも

PAGE 9

見通し概要（資産クラス別）

APRIL 2022

特殊要因: ロシア　ウクライナ侵攻

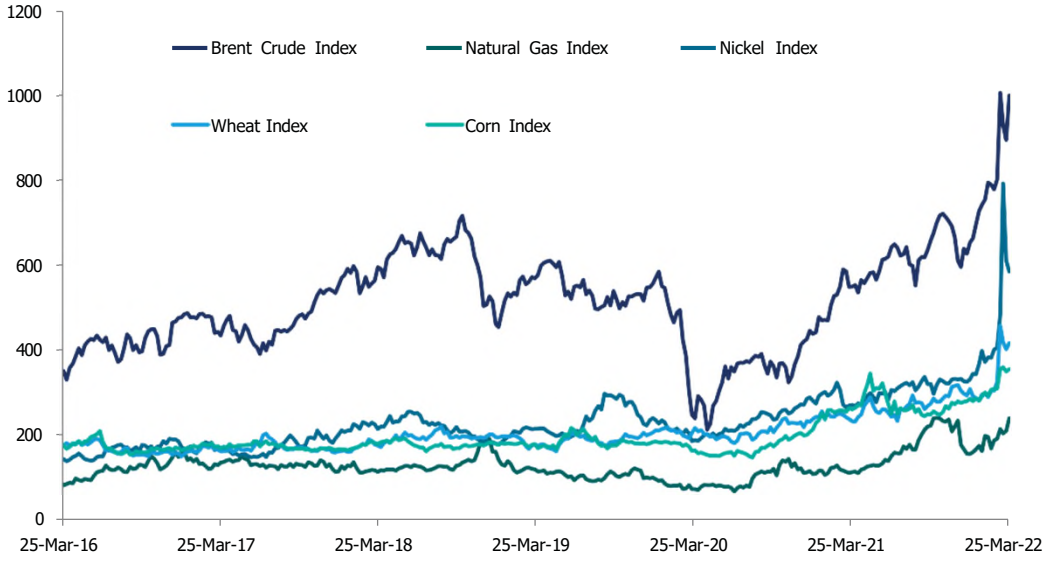
ウクライナでの戦争は長期化し、さらに激化すると予想

- ウクライナにおける戦争が短期間で平和的に解決されることには極めて懐疑的です。ロシアのレトリックとウクライナ南部での前進は、ロシアがオデッサとマリウポリの港湾都市を占領するまでは、真剣に交渉する戦略的インセンティブがないと考えていることを示唆していると見ています。
- ルーミスのベース・ケースでは、戦争が数年とは言わないまでも数ヶ月は続き、短期的には激化することも想定しています。
- ロシアへの制裁はグローバル経済の成長に重大な影響を及ぼすと予想されます。さらに、制裁と「セルフ・サンクション」（企業が自ら制裁以上の活動を制限すること）は、たとえ事態が早期解決に至ったとしても、無期限に継続されるものと予想しています。
- この戦争の影響は、壊滅的な人道的犠牲に加えて、燃料、食料、鉱業資源の輸入業者に圧力をかけると思われます。グローバルなサプライチェーンに大きなストレスがかかり、それがインフレにつながる可能性が高いと予想されます。中南米、南アフリカ、湾岸諸国などのコモディティ輸出国は、こうした環境から恩恵を受けると思われます。

S&P ゴールドマン コモディティ・インデックス

EOP, 1999年12月=100

Source: Haver Analytics, Standard & Poor's, as of 25 March 2022.



Views and opinions expressed reflect the current opinions of the author and views are subject to change at any time without notice. Other industry analysts and investment personnel may have different views and opinions.

マクロ要因

市場から見ると明らかに拡大後期のサイクルに入り、インフレがさらに進行

- 消費者物価と生産者物価の上昇、金融引き締め環境、リスク資産の変動、金利上昇は、クレジット・サイクルの拡大後期局面にあるとの見方を裏付けています。ルーミスでは、堅調な雇用と需要全体の状況を背景に、拡大後期局面が数四半期にわたって持続する可能性があると考えています。
- 市場データから見るとインフレ期待は上昇していますが、FRBが実質的にインフレを抑えられるとも市場は見ていることを広く示唆しています。ルーミスも概ね同意見ですが、コアPCE[1]が2.0%から2.5%に達するのは2024年初頭なるとと考えます。
- 景気回復期待は、パンデミックの底値からV字回復した後、緩やかになっており、これはクレジット・サイクルがより成熟した段階に入りつつあるという我々の見方と一致しています。
- 先進国、新興国を問わず、インフレ問題について懸念しています。成長見通しが悪化するとしても、これだけインフレが進行していれば、ほとんどの主要中央銀行は金融緩和を行うことは難しいでしょう。
- こうしたリスクはあるものの、ルーミスのクレジット分析では、利益マージン、信用見通し、価格決定力などの主要指標は健全な水準で推移すると見ています。

マクロ指標の見通し: ベースケース

クレジット サイクル : 拡大後期

ベースケース

グローバル経済成長

長期の成長トレンドまでやや減速

労働力参加率

極めて緩やかな改善

FF レート想定水準

ターミナルレートを 2.75% ～ 3.00% とし、さらに50bp 上昇余地

米ドルの見通し

リスク選好はマチマチで、グローバルな成長鈍化から高値を維持

米国インフレ率（コア PCE）

2024年初までは米連銀の目標値を上回る

クレジット・スプレッド

これまでよりややワイドなレンジを模索

市場のリスク選好度

ボラティリティが高止まる状況下で、上下を繰り返す

[1]PCE: 個人消費支出価格インデックス (Personal Consumption Expenditures Price Index)、インフレ指標の一つ

Views and opinions expressed reflect the current opinions of the author and views are subject to change at any time without notice. Other industry analysts and investment personnel may have different views and opinions.

クレジット市場

やや悪化したが発行体企業にとっては引き続き良好な事業環境が継続

- 投資適格社債市場は長めのデュレーションである傾向があるため、金利上昇局面ではリターン面で厳しい状況になる可能性があります。しかし、米長期債国利回りの上昇の多くはすでに市場に織り込まれたものであると思われます。
- 市場がクレジット・サイクルの拡大後期を進んでいくなか、ハイ・イールド債セクターのデフォルトがほぼゼロの水準から、次第に上昇に転じると予想されます。しかしながら、格下げや見通しの下方修正が広範に行われる可能性は低いと思われます。
- 2022年には、新興国社債において、銘柄間でリターンの差異が拡大する可能性があります。コモディティ産業は引き続き好調に推移すると思われますが、投入コストの上昇により消費者関連産業ではマージンが損なわれる可能性があります。
- 米国の証券化クレジット市場は、当面、不透明でボラティリティの高い環境が続くと思われます。多くの企業が投入コスト上昇を最終消費者に転嫁できていることから、企業関連の証券化セクターのデフォルトは低水準にとどまると思われます。
- 2022年から2023年にかけての数回の利上げ予想を織り込んだ想定では、バンクローンの金利コストが発行体のバランスシートの健全性を脅かすことはないだろうと見ています。バンクローンの満期は、多くが2025年以降に予定されています。

グローバル・クレジット市場スプレッド推移

急速なスプレッド上昇期は堅調なファンダメンタルズが見られれば、投資好機であると見ています。

Source: Bloomberg/Barclays, JP Morgan, data as of 29 March 2022.

Views and opinions expressed reflect the current opinions of the author and views are subject to change at any time without notice. Other industry analysts and investment personnel may have different views and opinions.

政府債務と管理政策

マイナス利回り債の市場残高が2022年に入ってから75%急減[2]（下段グラフ参照）

- 米国のインフレ率は財・サービス全般で上昇していますが、労働市場は健全性を保っています。2022年残り6回の会合で、米連銀はそれぞれ25ベーシスポイントの利上げを実施する可能性が高いと考えています。インフレ率緩和の兆しが限定的であれば、さらに引き上げ幅を50bp追加する可能性もあります。
- 年初に急上昇した米国債利回りは、今後数四半期は比較的安定して推移するものと考えます。米国および世界の債券市場では、相当回数の金融引き締めが織り込まれているからです。
- 2022年から来年にかけてはデュレーションをアンダーウエイトすることを推奨していますが、戦術的には利回り上昇がこれまで既に大きくなっていることには注意を要すると見ています。
- FRBが利上げを継続し、クレジット・サイクルが進むなか、米国のイールドカーブは平坦化し続ける可能性が高いと見ています。逆イールドカーブは、しばしば景気後退に数ヶ月あるいは数年先行することは忘れてはなりません。
- 欧州中央銀行（ECB）の利上げ観測は米国に比べ相対的にタカ派的でないものの、欧州先進国での利回りは引き続き上昇圧力にさらされる可能性があります。
- 新興国債の利回りは、年明けの不安定な動向が落ち着けば、魅力的な水準になってくるとみています。いくつかの中央銀行は、インフレ対策としてすでに金利を引き上げています。

ブルームバーグ・グローバル総合マイナス金利債残高

超緩和的な金融政策からの脱却は、正常な状態を取り戻しつつあります。

Source: Bloomberg/ Datastream, data as of 30 March 2022.

[2]出所: *Bloomberg, Bloomberg Global Aggregate Negative Yielding Debt Index (BNYDMVU Index), 2022年3月29日現在*

Views and opinions expressed reflect the current opinions of the author and views are subject to change at any time without notice. Other industry analysts and investment personnel may have different views and opinions.

為替市場

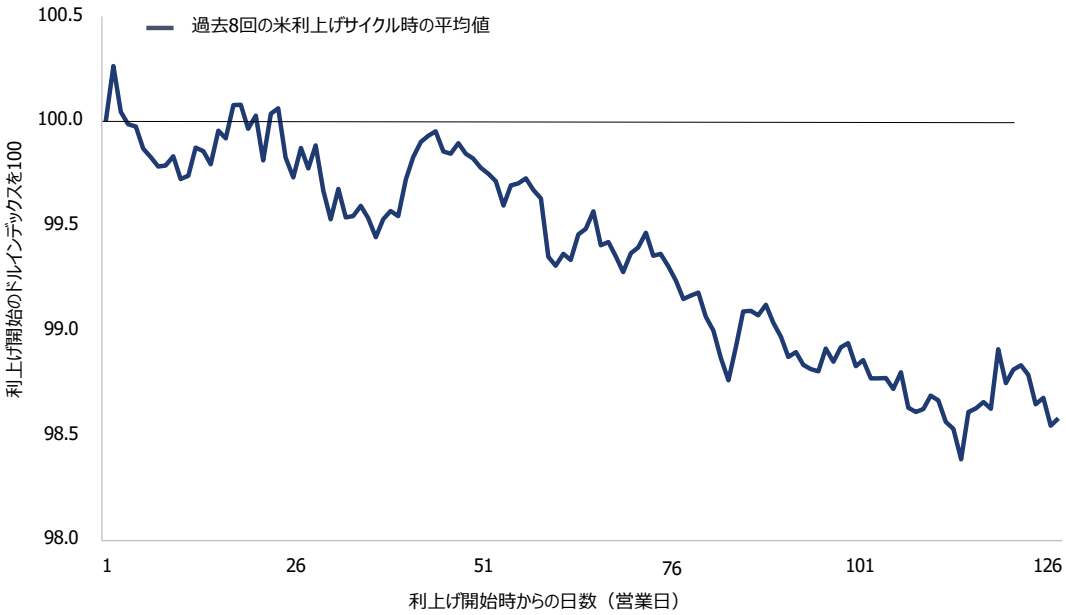
米国ドル以外のエクスポージャーには厳しいマクロ環境

- 米国が利上げサイクルを開始すると、その後の6ヶ月間、貿易加重米ドル指数は平均して低く取引される傾向があります。
- 今回は、過去のサイクルのように世界経済が米国と同等または上回る勢いで成長という状況ではなく、むしろ減速しているため、これまでとは異なると考えています。
- 債券市場では2023年までのさらなる利上げを織り込んでいくため、ドル堅調地合いが当面続くと見ています。
- 利上げの見通しが市場に完全に織り込まれたことが明らかになれば、ドルは後退し始めるかもしれなません。グローバルな経済回復が米国に比べ上向きのサプライズとなり、米国以外の通貨を押し上げる可能性も考えられますが、これはルーミスのベースケースでは想定していません。
- コモディティを輸出する新興国通貨は、非輸出国の通貨をアウトパフォームする可能性があると考えます。中南米、メキシコ、南アフリカへのエクスポージャーはより好意的に受け止めています。

米国ドル貿易加重インデックス
利上げ開始からの騰落率

世界的な成長の加速は、米連銀の引き締めサイクルの始まりと一致することが多いのですが、今回はそうではないと見ています。

Source: Bloomberg, as of 25 March 2022.



Views and opinions expressed reflect the current opinions of the author and views are subject to change at any time without notice. Other industry analysts and investment personnel may have different views and opinions.

株式市場

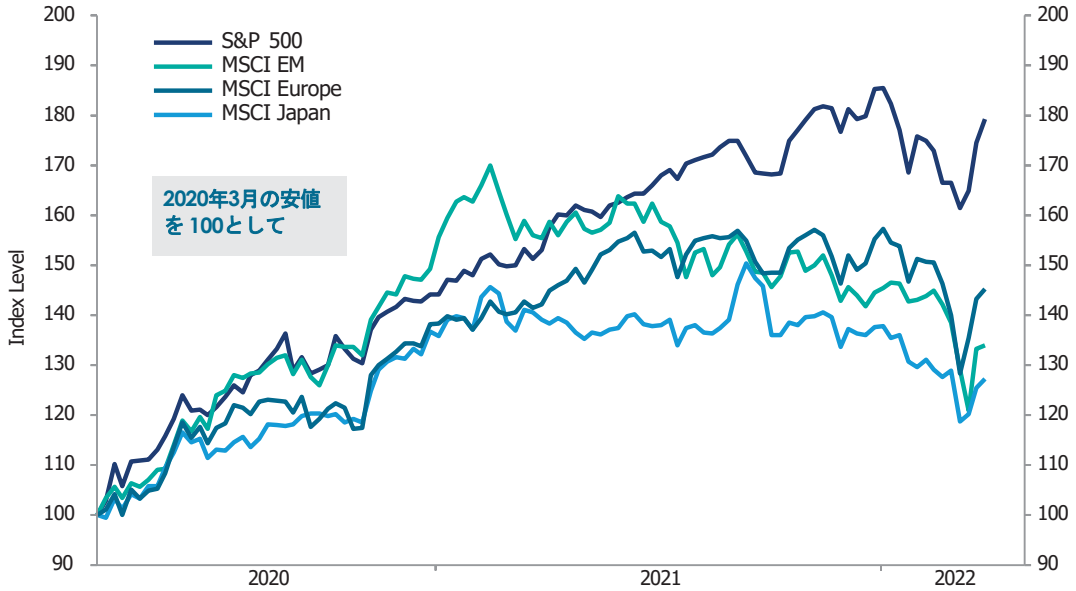
株式市場における修正局面は忍耐強い投資家にとっては好機を提供

- インフレが予想以上に持続性があることが明らかになり、中央銀行が利上げを開始したことから、年初に株式市場のバリュエーションは大きく修正されました。
- ルーミスの米国企業の業績見通しは、2021年に比べて力強さに欠けるものの、引き続き堅調です。S&P500®インデックスに代表される米国大型株は、10%程度の収益成長を実現する可能性が高いとみています。エネルギー、素材、工業といった景気循環セクターが、テクノロジーや通信サービスとともに成長を牽引すると思われます。
- 小型株のバリュエーションはここ数四半期で大幅に圧縮され、現在では大型株よりも割安な水準で取引されています。タイミングツールやカタリストにはならないものの、小型株のバリュエーションは魅力的な水準に達していると考えています。
- 米国企業は、投入コストの上昇をエンドユーザーに転嫁し、利益率を維持、あるいは改善することができています。景気サイクルが進むにつれ、利益率の低下が予想されますが、堅固なファンダメンタルズが崩れることはないと考えます。
- ウクライナにおける戦争は世界の株式市場を混乱させています。米国外では、業績の下方修正もあり得ると考えています。

グローバル株式市場のパフォーマンス推移（米ドルベース）

米国株式はファンダメンタルズに支えられ、引き続きトップパフォーマンスを維持すると見られます。

Source: Datastream, as of 29 March 2022.



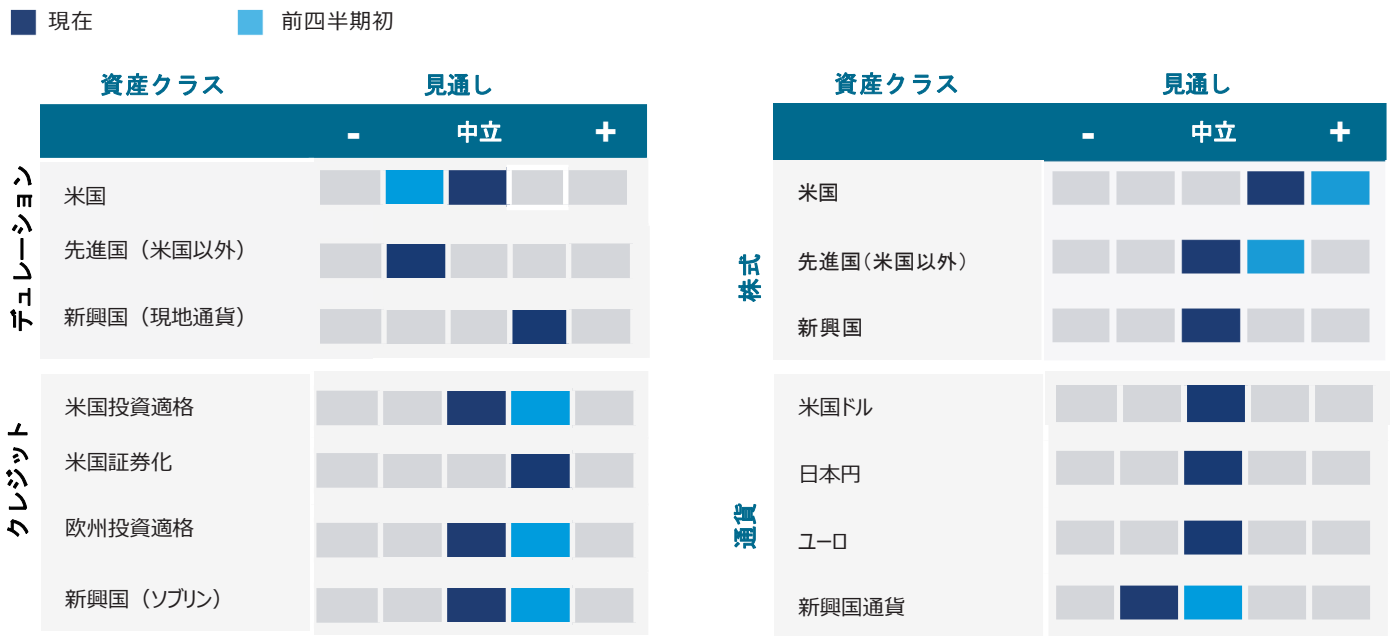
Views and opinions expressed reflect the current opinions of the author and views are subject to change at any time without notice. Other industry analysts and investment personnel may have different views and opinions.

リスク要因

サプライチェーンのボトルネックが続くなら、引き締めによりインフレが緩和されない可能性も

- 利上げは、サプライチェーンのボトルネックや商品不足を解消するための正しい処方箋とはならないかもしれません。インフレ率は中央銀行の努力にもかかわらず、高止まりする可能性もあります。
- グローバルでの成長見通しは、特に中国と欧州では低下しています。成長見通しを大幅に引き下げた場合、これらの主要国の経済は景気後退局面に近づく可能性があります。
- スタグフレーション（経済成長率がトレンド以下またはマイナスとなり、インフレ率は中央銀行の目標を超え、失業率が上昇すること）のリスクは高まっているとみています。
- 労働市場は依然として健全です。しかし、労働市場に亀裂が生じ、失業率が上昇すれば、中央銀行は、失業率が上昇し経済活動が鈍化する一方で、利上げによってインフレを抑制するという深刻な事態に陥る可能性があります。
- インフレが高まれば、景気後退の際に中央銀行が金融緩和する余地はほとんどなくなるため、成長見通しが引き続き注目されます。

各アセットの見通し概要



Views and opinions expressed reflect the current opinions of the author and views are subject to change at any time without notice. Other industry analysts and investment personnel may have different views and opinions.

執筆者

CRAIG BURELLE
VP, Senior Macro
Strategies Analyst

開示事項

本文書は情報提供のみを目的としており、投資アドバイスとして解釈されるべきものではありません。ここに記載されている意見や予測は、執筆者の主観的な判断や仮定を反映したものであり、必ずしもLoomis, Sayles & Company, L.P.の見解を反映したものではありません。
また、想定通りの展開になる保証はなく、実際の結果と異なる場合があります。本文書におけるデータおよび分析は、いかなる投資商品の実際のまたは想定される将来のパフォーマンスを示すものではありません。外部情報源から入手したものを含め、本情報は正確であると信しておりますが、Loomis Saylesがその正確性を保証するものではありません。本情報は予告なく変更されることがあります。

過去の実績は、将来の成果を保証するものではありません。

インデックスは運用されているものではなく、手数料はかかりません。インデックスに直接投資することはできません。

投資には元本割れを含むリスクを伴います。

商品取引、金利取引およびデリバティブ取引は、大きな損失リスクを伴います。

MALR028786

当資料は、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（以下、「当社」といいます。）が作成したものであり、日本国内の機関投資家等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：ナティクシス・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。

NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS