

# Q2 2023

長く不安定な影響  
LONG AND  
VARIABLE LAGS

グローバル・マーケット・  
アウトルック  
2023年4-6月期



## 長く不安定な影響 (Long and variable lags)

経済成長は底堅いものの、インフレの低下は緩やかであり、各中央銀行は金融引き締めを完了していません。一方、景気後退リスクは高まってきています。ラッセル・インベストメントではこのような状況は、国債投資には追い風となり、株式市場には不確実性をもたらすことになると考えています。



米国では、今後12～18ヵ月間で景気後退期入りする可能性が高いとラッセル・インベストメントは考えています。

アンドリュー・ピーズ (Andrew Pease)、投資戦略グローバル・ヘッド



# はじめに

経済学者ミルトン・フリードマンの有名な言葉として、「金融政策は、時間的な遅れを伴う不安定な影響を実態経済にもたらす (monetary actions affect economic conditions only after a lag that is both long and variable)」<sup>1</sup> というものがあります。現在の景気サイクルはこの言葉通りの状況になっています。米連邦準備理事会 (FRB) は1980年代前半以降で最も積極的な金融引き締め政策を採っていますが、今年1月と2月における非農業部門雇用者数の増加は平均40万7,000人で、個人消費の伸び率も過去のトレンドに近い状態です。

欧州と中国の経済成長も予想を上回っています。ロシア・ウクライナ戦争が引き起こしたエネルギー・ショックのために、冬にかけて欧州は景気後退に陥ると見られていましたが、まだプラス成長を維持しています。冬季の欧米は異常な程暖かく、米国と欧州の経済指標を押し上げましたが、ファンダメンタルズ要因が作用した面もあります。両地域の消費者は、エネルギー価格の下落、雇用の増加、実質所得の増加から恩恵を受けています。中国は新型コロナウイルス対策としてのロックダウンを緩和し、経済活動が再開しています。

しかし、グローバル経済の成長見通しについて警戒を解くのは賢明ではありません。時間的な遅れを伴い、かつ不安定な影響がまだ継続しているからです。過去を振り返ると、FRBが最初の利上げを実施してから、景気後退が始まるまでには約2年半の時間を要しています。今回の景気サイクルで初めて利上げが実施されたのは2022年の3月でした。

3月中旬のシリコンバレー・バンク (SVB) の破綻は、中央銀行の積極的な利上げの危険性を浮き彫りにしました。SVBの主な問題は、債券利回りが2022年を通して上昇する過程で価格が下落した長期債を大量に保有していたことでした。しかし、2008年の世界金融危機で起きた投資銀行破綻との類似性はほとんどありません。当時のものは、不動産担保証券の損失が主な原因でした。FRBが新たに導入したバンク・ターム・ファンディング・プログラム (BTFP) により、SVBの問題が他の銀行に波及する可能性は低いと思われますが、このエピソードは急速な金融引き締めによって生じる危険性を明確に示しています。

インフレと金融セクターの不安定化の脅威が相まって、中央銀行は難しい舵取りを余儀なくされています。高インフレは利上げの可能性が高くなることを意味しますが、金融の安定性に関する懸念は慎重な行動を求めています。また、銀行システムに起きたショックは、貸出基準の厳格化を通して、ある種の金融引き締めとして機能すると考えられます。ラッセル・インベストメントは、今後数カ

月以内にFRBが0.25%の利上げをさらに1回か2回程度実施することを予想しています。

あらゆる景気サイクルは本来異なるものです。しかし、パンデミックがサプライチェーンを混乱させ、ロックダウン期間中に消費財需要を先送りしたという点で、今回の景気サイクルは異質なものです。労働市場は早期退職、長期疾患の増加、移民の減少などによって生じた労働者不足のため急速に逼迫しました。政府が大規模な財政支援を実施していたため、ロックダウン措置が2021年後半に緩和された時点で、米国消費者の貯蓄は2兆ドル以上増加していました。さらにロシア・ウクライナ戦争によるエネルギー・ショックも発生した結果、大方の予想を上回る、より大きく持続的なインフレ率の上昇が生じました。

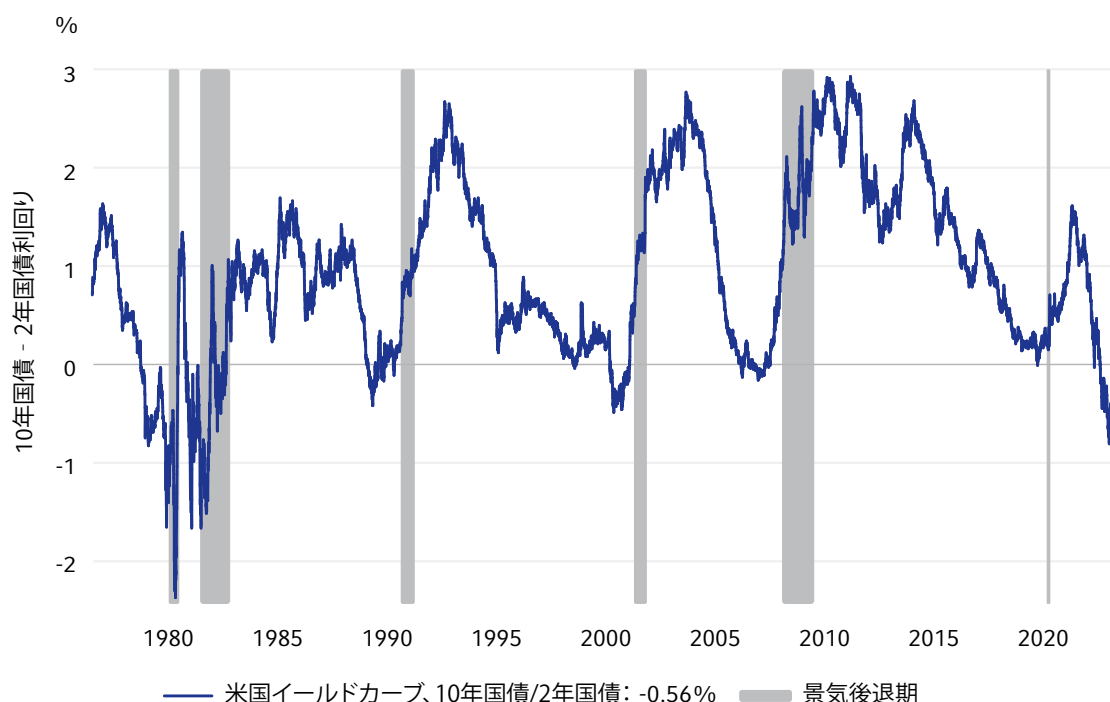
## 米国はいつ景気後退期入りするのか？

米国は、今後12～18カ月間で景気後退期入りする可能性が高いとラッセル・インベストメントは考えています。景気後退のリスクを最も明確に示す指標は逆イールドです。下図は10年国債と2年国債の利回り格差 (スプレッド) を表しています。マイナスのスプレッド (イールドカーブの逆転現象) は、FRBが非常に大幅な金融引き締めを実施しているために、金利が将来低下すると債券投資家が予想していることを意味しています。

家計と企業の財務は健全な状態にあるため、景気後退は軽度にと留まると予想していますが、企業業績や経済指標が悪化することには変わりないことから、株式市場にとっては逆風になります。それは国債には好ましい環境であり、投資家にとっても分散投資の好機をもたらすと見ています。

<sup>1</sup> 「Journal of Political Economy」第69巻5号、1961年10月

## 米国の逆イールドと景気後退期



出所: リフィニティブ データストリーム、2023年3月15日時点

# 米国の労働市場は過熱状態

過熱した労働市場は、米国経済における最も大きな不均衡です。賃金インフレは過去40年間で最高であり、失業者1人に対して2件の求人があるという過去に例のない状態です。

### FRBは賃金インフレがどの程度低下することを望んでいるのか？

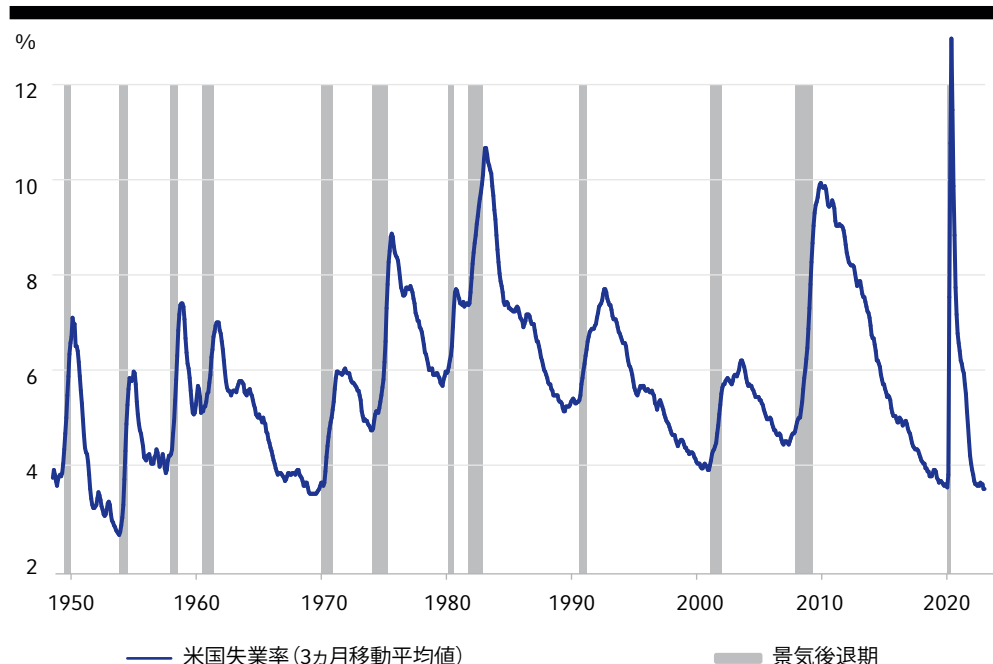
消費者物価上昇率を目標の2%に抑えられる程に賃金インフレが沈静化したと確信した場合にのみ、FRBは抑制的な金融政策を転換すると考えられます。賃金指標の大半は現在、年率約5~6%の伸び率となっています。しかし、FRBは賃金インフレが4%を下回ることを望んでいます。

2月の失業率は3.6%で、1960年代以降で最低水準でした。FRBが目標としている水準まで賃金の伸びを抑制するためには、失業率がここから最低1%上昇する必要があるとラッセル・インベストメントは考えています。しかし、失業率は一旦上昇し始めると、上昇

し続ける傾向があります。家計は失業率の上昇に応じて消費を削減します。企業は設備投資を減らします。その結果生じる需要減のため、また失業率は上昇し、支出も減少します。第二次世界大戦後では、失業率の3ヵ月移動平均値が0.33%以上上昇した際に、米国経済は景気後退期入りしています。

FRBは、景気後退を生じさせることなく、賃金の伸びとインフレが沈静化するソフトランディングの実現を図るという困難な任務に直面しています。株式の投資家は、FRBが政策転換するのではないかと期待から、労働市場が沈静化する初期の兆候を歓迎するかもしれませんが、しかし、過去を振り返ると、ソフトランディングの実現は困難なことが分かります。

失業率は一旦上昇し始めると、上昇し続ける傾向がある



出所: リフィニティブ データストリーム、2023年2月23日時点

FRBは、景気後退を生じさせることなく、賃金の伸びとインフレが沈静化するソフトランディングの実現を図るという困難な任務に直面しています。

アンドリュー・ピーズ

## 企業の利益率に圧力

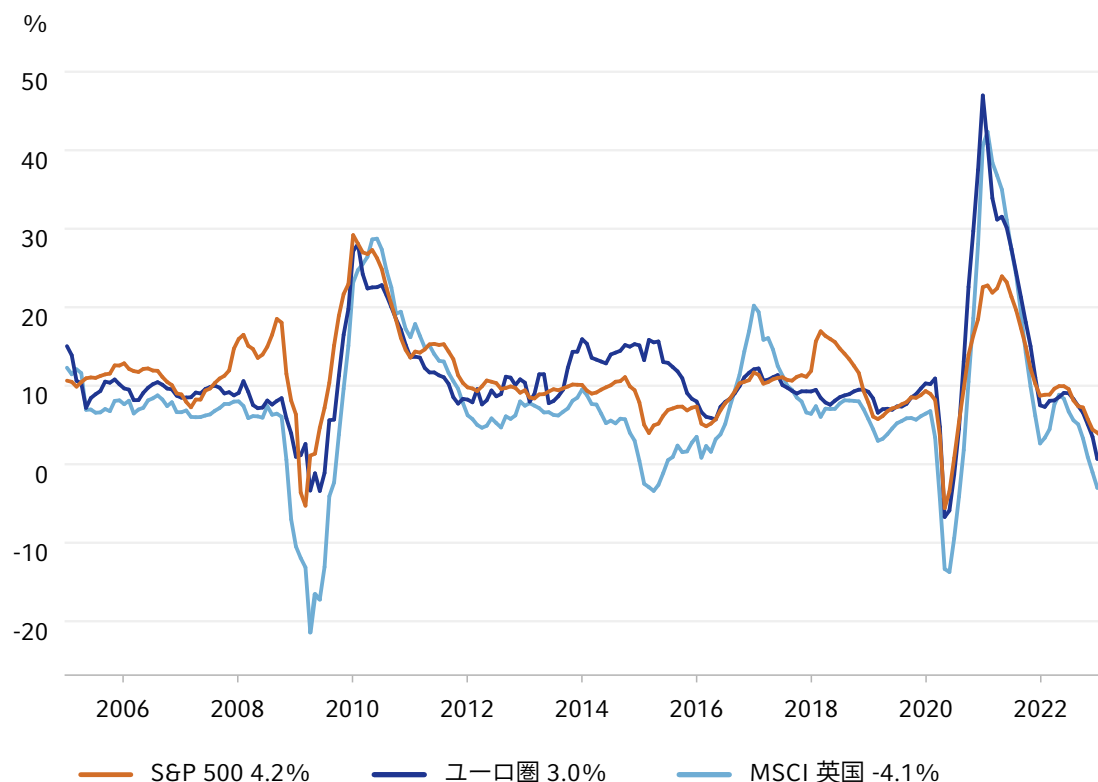
今年注意すべきもう一つの点は企業業績です。増益率は大半の地域で2022年初めにピークに達し、それ以降は低下傾向にあります。これは経済成長が減速し、売上高の伸びが鈍化したことも一因ですが、利益率の低下も影響しています。2021年から2022年初めにかけては、インフレ率の上昇により企業の最終的な価格決定力が改善する一方で、コストの上昇、特に人件費は依然として抑制されたままであったため利益率が押し上げられました。

### 利益成長率をどのように予想するか？

しかし、この1年間はそのようなプロセスが逆転しました。インフレ率の低下は企業が価格決定力を失うことを意味しますが、人件費の減少は緩慢です。下図は、インスティテューショナル・ブローカーズ・エスティメート・システム (IBES) の12ヵ月先利益予想コンセンサスを示しています。アナリストは来年の業績予想に関してより慎重になっていますが、景気後退期間中に通常発生する15～20%程度の一株当たり利益 (EPS) の減少はまだ予想していません。

株価収益率 (PER) は過去2年間、大幅に低下しています (S&P 500® のPERは23倍から17倍にまで低下しました)。したがって、投資家は既に企業業績の悪化をある程度織り込んでいます。足もとの米国経済は驚く程底堅いことから、今後数ヵ月間は企業の利益成長の予想値は横ばいで推移することが予想されます。しかしFRBが需要減少によるインフレ抑制という目標を達成する過程で利益予想はさらに引き下げられる可能性が高いと見ています。

## 企業の業績予想はより慎重になってきている(12ヵ月先利益予想コンセンサスの推移)



出所:リフィニティブ データストリーム、2023年3月7日時点。I/B/E/S = インスティテューショナル・ブローカーズ・エスティメート・システム(企業業績などの分析を行うアナリストによる個別企業の業績予測を集計する米国の機関投資家向け証券情報サービス)

足もとの米国経済は驚く程底堅いことから、今後数ヵ月間は企業の利益成長の予想値は横ばいで推移することが予想されます。

アンドリュー・ピーズ



# 地域別の所見

## 米国

米国経済はまちまちのメッセージを発しています。一部の先行指標は反転しています。しかし製造業セクターは縮小しており、銀行の貸出基準は厳格化、企業は臨時雇用と労働時間を削減し、利益率は縮小、米国債のイールドカーブは大きく逆イールド化しています。対照的に、重要な景気一致指標の多くは過去数ヵ月間、予想を上回っています。2023年初めには、個人消費支出、雇用の伸び、賃金インフレ、物価インフレはすべて予想を上回りました。

FRBは引き続き労働市場を沈静化し、インフレとの戦いに勝利することに重点を置いています。そのため、上記のような主要分野が強いことから、連邦公開市場委員会 (FOMC) は銀行システムにかかるストレスにもかかわらず利上げを検討する圧力

をかけられています。非常に引き締めの金融政策スタンスや、失業率の大幅な上昇を招かずに労働市場を沈静化させることの難しさから、今後1年間で米国が景気後退に陥る可能性が高いとラッセル・インベストメントは考えています。



## ユーロ圏

ユーロ圏経済の強さは予想を上回るもので、昨年後半には不可避と考えられていた景気後退を免れました。欧州は暖冬となったことで、需要の減少からエネルギー価格が下落し、一連の経済指標は予想よりも良好なものとなるポジティブ・サプライズをもたらしました。経済成長の回復にとって予想外の悪材料は、欧州中央銀行(ECB)が金融引き締めを強化したことです。ECBは直近、政策金利を0.5%引き上げて3.0%としており、今後さらに1回程度の追加利上げの可能性を残していると考えられます。エネルギー価格を除くインフレ率の上昇は続き、1月のコアインフレ率は前年同月比で+5.3%に達しています。労働需要は強く、賃金の伸びは上向いています。

ユーロ圏にとって中国は重要な輸出市場で、その経済活動の再開は特にドイツおよびスペイン

経済をさらに押し上げると考えられます。しかし長期の見通しはそれ程明るくありません。金融政策がさらに引き締めの見通しであり、今冬には欧州がロシア産エネルギーへの依存からどの程度脱却できたかが再び問われることになりそうです。ユーロ圏はまた米国の景気後退の影響も受けることになります。

経済状況が予想を上回ったことやECBが依然としてタカ派的であることは、購買力平価ベースで割安圏にあると判断されるユーロにとってはプラス材料と見ています。ユーロ圏株式は過去6ヵ月間にわたって高パフォーマンスを見せています。今後さらに数ヵ月間上昇する可能性がありますが、金融引き締めや景気後退リスクという景気サイクル上の問題が次第に逆風になると見ています。



## 英国

英国経済は、欧州諸国経済と同様に予想を上回るものとなり、短期的には景気後退は予想されていません。追い風は、暖冬、エネルギーコストの低下、エネルギー価格上昇への対応としての財政的支援、英国の最大の輸出市場である欧州経済の底堅さです。

しかし、金利上昇と労働市場の逼迫により賃金の伸びが過大となり、イングランド銀行 (BoE) が目標としている2%にインフレを抑制できない点では、中期的な逆風が依然として吹いていると考えられます。

経済が冷え込み始めている兆しがあり、アンドリュー・ベイリーBoE総裁は最近、追加の利上げについて必ずしも積極的ではありません。市場は0.25%の利上げが1回行われ、英国の政策金

利が4.25%になることを織り込んでいます。BoEは、FRBやECBに先駆けて利上げを停止する可能性が高いと見られます。

英ポンドは米ドル対比で割安感が認識されますが、BoEがタカ派姿勢を後退させていることから、短期的にさらに英ポンドが上昇することは困難な可能性があります。英国大型株は割安感があり、ヘルスケア、金融、生活必需品セクターの比率が高く、他方、テクノロジー関連セクターの比率が低いことが有利に働いています。こうした状況は短期的には逆風となる可能性もありますが、英国株式は長期的には魅力的であると考えています。



## 日本

日本については、国内及びグローバルともに需要は弱いものの、地理的に近い中国の経済再開によってある程度相殺されることから、今年は緩やかな経済成長が見込まれます。今年の日本経済の成長率は、賃金の上昇とインフレが日本銀行の目標である2%に持続的に達するかどうかには依存すると見えています。

日銀は2016年9月以降実施してきたイールドカーブ・コントロール政策の修正に再び動くことになるとラッセル・インベストメントは考えています。昨年12月、日銀は10年国債利回りの許容変動幅を0.25%から0.5%に拡大しました。今年はさらに

拡大される可能性があると考えていますが、政策金利の引き上げの可能性は低いと見えています。このような状況も考慮し、ラッセル・インベストメントでは10年国債利回りの適正水準は1%近傍と推計しており、現在の日本の債券利回りは未だ魅力的と捉えていません。

円は購買力平価ベースでは割安圏にあると判断されるため、世界の利上げサイクルが一巡すれば良好なパフォーマンスを示すと考えています。また、米国の景気後退局面では一定の分散投資効果も提供すると考えられます。





## 中国

中国では、新型コロナウイルス対策として数年間に及んだロックダウンを脱し、経済活動が再開しつつあります。中国政府は、国内総生産（GDP）の成長率目標を約5%と発表しました。これはラッセル・インベストメントの予想に近い成長率です。グローバル経済は減速しており、中国政府も不動産開発の積極的な拡大を許可しない方針であることを考慮すると、今年の成長は消費動向次第になると考えられます。

中国の消費者は貯蓄超過の状態ですが、中国政府はロックダウン期間中に財政的な支援をしなかったため、先進国よりは大幅に低い水準となっています。消費者心理が回復するには、不動産市場における底打ちの兆しが必要です。しかし、これまでのところ一時的な改善の兆しが見られるに留まっています。

地政学的緊張は高いままであり、最も注目すべき動きは米国政府が高性能半導体の中国への

輸出を禁止したことです。高性能半導体は、中国経済の戦略的な目標にとって重要なものです。

中国の財政政策は、昨年には経済成長に寄与しないと見えています。中国政府は、中央政府および地方政府の財政赤字の拡大幅が今年はやや縮小する見通しを発表しました。しかし、インフレ率は低いままであり、緩和的な金融政策が維持される見通しです。

中国株式のバリュエーションは割安感が認識される水準ですが、ラッセル・インベストメントはまだ慎重な姿勢を採っています。センチメント（短期／投資家心理）が、景気サイクルやバリュエーションよりも警戒的なシグナルを発しています。テクニカル指標は、市場が短期的に買われ過ぎを示唆する水準にオーバーシュートしていることを示しています。また、アナリストが中国経済についての予想を頻繁に引き上げており、過信を示唆する兆しが見受けられます。



## カナダ

カナダ経済は、輸出と内需に牽引されて予想を上回る成長率となっています。米国経済の底堅さがカナダの貿易にプラスに働いており、暖冬も手伝い個人消費も押し上げられました。一見楽観視できる状況ですが、カナダ中銀（BoC）は成長見通しについて慎重な姿勢に転じ、条件付きながら先進国の中央銀行の中で初めて利上げを停止しました。金融政策の効果が現れるまでには時間的なラグがあります。また、BoCは、需要を減速させてインフレを抑えるのに十分な水準にまで金利を引き上げたと考えています。さらに、移民の急速な増加が、逼迫した労働市場の緩和に寄与すると予想されています。

確かにインフレ率は目標の2%を上回ったままです。また、BoCは、経済・物価情勢が予想を上回っ

た場合に利上げを再開する用意があることを公表しています。しかし、景気はむしろ減速する可能性が高そうです。家計や企業の破綻が増加し、家計の延滞率も上昇していることは経済的なストレスが高まっていることを示しています。BoCとFRBの金融政策が異なる方向に向かうと予想されることにも注意が必要です。市場はFRBがBoCよりもタカ派的であることを織り込み、カナダドルには下方圧力がかったことで、（通貨安に伴う）輸入価格の上昇を通してインフレを上昇させる水準近くにまでカナダドルは下落しています。カナダは今後12ヵ月以内に軽度の景気後退に陥る可能性が高いと考えられることから、追加の金融引き締めの可能性は低下していくと見えています。



## オーストラリアおよびニュージーランド

オーストラリアについては、景気後退のリスクは北半球の先進国経済よりも低いと考えていますが、2023年を通して経済成長は減速を続ける見通しです。住宅ローン金利の多くは4月に変更される予定で、住宅ローン返済額の増加が家計消費の重しになると見込まれます。しかし、重要な点として、多くの家計は多額のホームエクイティ（評価額から住宅ローンの残高を引いた金額）を有しており、それが住宅ローンの焦げ付きの可能性を低下させています。また、労働市場は非常に逼迫していますが、需要が次第に弱まり、移民の受け入れが再開することで供給も増加するため、2023年を通して緩和される可能性が高いと考えられます。このため、賃金にかかる上昇圧力が比較的抑えられています。オーストラリア準備銀行（RBA）は最近、金融引き締めサイクルが終了に近づいていることを示唆しました。ラッセル・インベストメントは、オーストラリア国債のバリュエーションは魅力的と考えています。豪ドルは、米

とオーストラリアの金融政策が異なる方向にあることから売り圧力を受けてきましたが、現在は魅力的な水準にまで下落しているように見えます。

段階的に高水準となった家計債務やニュージーランド準備銀行（RBNZ）によるタカ派的な金融政策のため、ニュージーランドの景気後退リスクは高いままです。RBNZさえも今年同国が景気後退期入りすると予想しており、景気の山から谷に循環する局面においてGDPは約1%減少することが見込まれています。アーダーン前首相の辞任後に就任したクリス・ヒプキンス新首相が財政政策を大幅に変更することをラッセル・インベストメントは予想していませんが、10月に予定されている総選挙には注目しています。世論調査では6年間野党であったニュージーランド国民党がリードしており、景気後退期入りする場合には、さらに支持を集めることが予想されます。



中国株式のバリュエーションは割安感が認識される水準ですが、ラッセル・インベストメントはまだ慎重な姿勢を採っています。

アンドリュー・ピーズ

# 資産クラスの選好

景気サイクル(中期／景気循環)、バリュエーション(長期／割高・割安)、センチメント(短期／投資家心理)(CVS)から成るラッセル・インベストメントの投資戦略決定プロセスは、株式市場の見通しが不透明であることを示しており、国債の見通しはより支援的なものと評価しています。

## 景気サイクルは株式にとって逆風か？

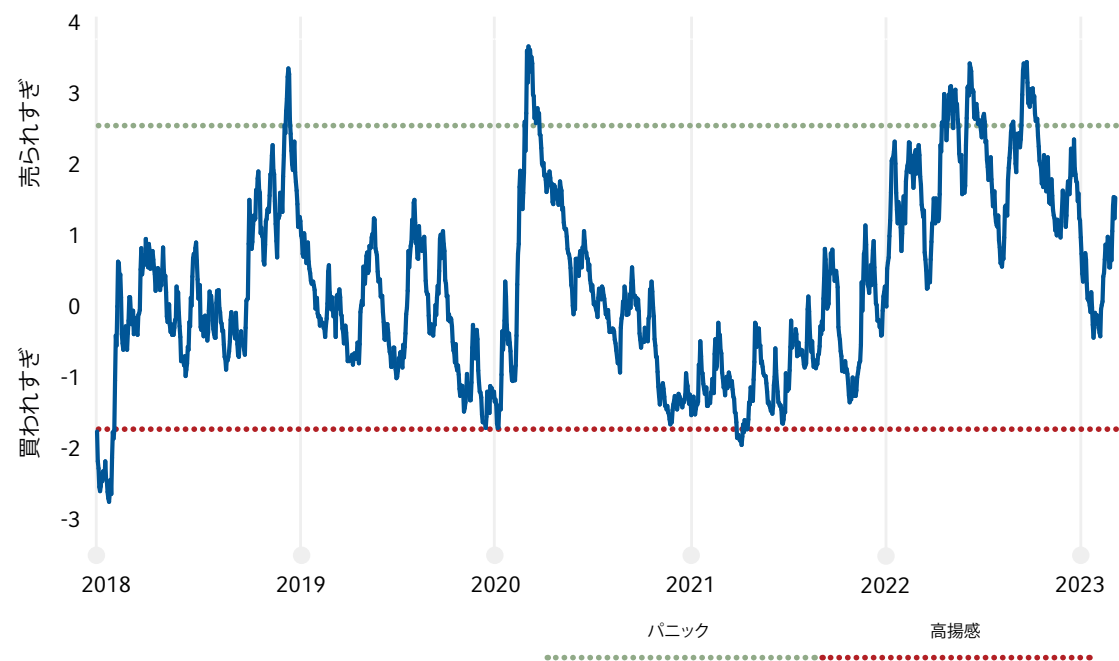
景気後退期入りの可能性が高いことを考慮すると、景気サイクルの評価は株式市場にとって逆風となります。しかしこの逆風はFRBが金融引き締め政策を終了したことが判明すれば改善に向かう可能性があります。利下げが視野に入ってくる時期が転換点になると見ています。

足もとの株式市場のバリュエーション評価は難解です。S&P500指数の1年後の予想株価収益率(PER)は、2022年年初の22倍から2023年3月半ばには17.5倍まで低下しています。しかし、過去のPERの水準から見ればまだ高い水準です。ラッセル・インベストメントは、米国株式のバリュエーションは割高と判断しています。一方、非米国株式は適正水準に近づいていると見ています。

センチメント指標であるラッセル・インベストメントのコンポジット・コントラリアン指標は、3月中旬現在、株式市場が僅かながら売られ過ぎ圏に位置していることを示唆しています。株式は今年初めに一旦上昇し、僅かに買われ過ぎと判断される状態となっていました。シリコンバレー・バンクの破綻が引き起こした市場のボラティリティ増大により反転しました。ラッセル・インベストメントは、現時点でセンチメントは株式にニュートラルと判断しています。

CVSに基づく投資戦略決定プロセスを通じて、ラッセル・インベストメントは、グローバル株式を、景気サイクル上(中期)はネガティブ、バリュエーション上(長期)は適正からやや割高、センチメント(短期)はニュートラル、とそれぞれ評価しています。

## コンポジット・コントラリアン指数(僅かに売られ過ぎを示唆)



出所:ラッセル・インベストメント、2023年3月15日時点で標準偏差+1.42。コンポジット・コントラリアン指標は市場参加者の多くがどの程度悲観的または楽観的であるかを指数化したものです。

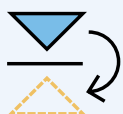
CVSに基づく投資戦略決定プロセスを通じて、ラッセル・インベストメントは、グローバル株式を、景気サイクル上(中期)はネガティブ、バリュエーション上(長期)は適正からやや割高、センチメント(短期)はニュートラル、とそれぞれ評価しています。

### 国債利回りは魅力的か？

国債はCVSの観点から見て魅力的な水準と見ています。インフレがピークアウトし、中央銀行は今後数カ月内に利上げを停止する可能性があることから、景気サイクルは債券投資に支援的な状況へと変化してきています。昨年の売りを経て、国債のバリュエーションはポジティブなものに転じています。センチメントについても、大半の投資家が売り持ちを保有している(つまり利回りの上昇

を予想している)ことが米国商品先物取引委員会(CFTC)のデータで認識されることから、コントラリアンの観点からセンチメントは(短期)はポジティブ、とそれぞれ評価しています。

2023年4-6月期の初めにおいて、各資産クラスを以下の通り評価しています。



**株式全般:** 景気後退のリスクがある中で、株式の上値は限定的と見ています。**非米国先進国株式**は米国株式より相対的に割安と判断されますが、FRBがタカ派色を後退させ米ドル安が進むまでは、ニュートラルな評価を維持します。



**新興国株式:** 米ドルのパフォーマンスに応じた値動きとなっています。FRBが金融引き締めを停止し、米ドルが下落に転じる場合に回復すると見込まれます。中国の経済活動の再開は中国株式の反発に寄与していますが、不動産市場における逆風を考えると、長期の見通しについては疑問が残ります。現時点では、ニュートラルな評価が妥当と判断しています。



**ハイイールド債および投資適格債:** シリコンバレー・バンクの破綻がもたらした混乱により、クレジット・スプレッドは拡大し、長期平均値を上回っています。米国が景気後退期入りする確率が高まり、デフォルト率上昇の懸念が生じる場合、クレジット・スプレッドには拡大圧力がかかると見ています。クレジット市場の評価はニュートラルとしています。



**各国国債:** バリュエーションは、2022年の利回り上昇を受けて改善しています。米国債、英国債、ドイツ国債のバリュエーションは妥当な水準です。日本国債については、日銀が長期金利の上限を0.5%に維持しているため、まだ割高圏にあると見ています。ラッセル・インベストメントでは10年国債利回りの適正水準は1%近傍と推計しています。しかし国債が大きく売り込まれるリスクは、インフレ率がピークに近いと考えられ、市場は既に各国中央銀行のタカ派姿勢を織り込んでいることから限定的と見ています。

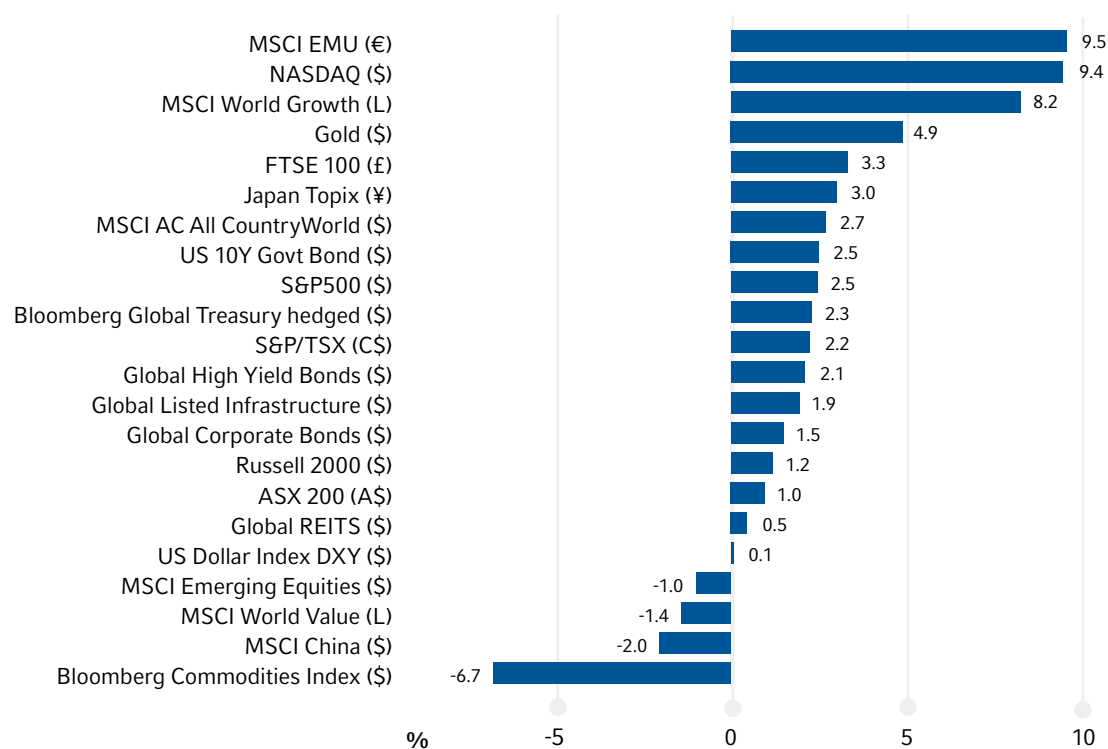


**実物資産:** 不動産投資信託(REIT)はインフラストラクチャーやグローバル株式と比較して魅力的なバリュエーション水準と考えられますが、その差は縮小しています。不動産のファンダメンタルズは総じてまだ健全と考えられることから、金利が低下する場合、REITは底堅く推移することが予想されます。コモディティは中国の経済活動の再開から恩恵を受けると考えられます。しかし、2023年にはインフラや建設投資が従前程には経済成長を牽引しないと予想されることから、景気押し上げ効果はこれまでのものに比較すると小さくなりそうです。エネルギーについては、景気後退により原油需要は減少している一方で、ロシア産原油に対する制裁で供給も制限されていることから、見通しは非常に不透明となっています。金については、実質金利との関係性やインフレのピークアウトを考慮すると、適正水準にあるように見えます。



**米ドル:** FRBのタカ派姿勢の継続を受けて米ドルは今年緩やかに上昇しています。インフレ率が低下し始め、FRBのタカ派姿勢を転換すれば、米ドルが下落する可能性があります。米ドル安の恩恵を受けるのは、主に**ユーロ**と**日本円**になると見ています。また、植田和男日銀新総裁が現在のイーールドカーブ・コントロールの修正に動けば、円高が急激に進行する可能性もあると考えています。

### 3月14日までの資産別パフォーマンス



出所:リフィニティブ データストリーム、2023年3月14日時点

CVSに基づく投資戦略決定プロセスを通じて、ラッセル・インベストメントは、グローバル株式を、景気サイクル上(中期)はネガティブ、バリュエーション上(長期)は適正からやや割高、センチメント(短期)はニュートラル、とそれぞれ評価しています。

アンドリュー・ピーズ



## 当資料に関してご留意いただきたい事項

当資料グローバル・マーケット・アウトlookに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、2023年3月20日時点の見通しであり、市場の動向等に応じて随時変化する可能性があります。

当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。すべての投資は、投資元本の潜在的な損失を含め、リスクが伴います。通常、収益率は均一ではなく、損失を被る可能性があります。あらゆるタイプのポートフォリオ構築と同様に、リスクを軽減し、収益の向上を目指す際には、特定時点で意図せずにリターンを低下させる可能性があります。

すべての投資と同様に、マルチアセット投資も収益の確保、または損失の防止を保証するものではありません。

資本市場から獲得可能な将来の収益を正確に予想ができる分析モデルまたは分析モデルのグループは存在しません。合理的な分析手法では、金融市場の高揚感やパニックなど、極端な価格変動を予測することはできません。ラッセル・インベストメントの分析モデルは通常のそして合理的な金融行動の仮定に基づいており、予測モデルは本質的に不確実であり、さまざまな要因に基づいていつでも変更される可能性があり、不正確な場合があります。

ラッセル・インベストメントは、グローバルに分散されたポートフォリオの様々な要素の相対的関係を評価するにあたり、当モデルが最も有効な分析手段であると考えています。当モデルは時として特定の市場要素（ファクター）をオーバー、もしくはアンダーウェイト、金融市場の高揚感やパニックなど、極端な価格変動次に売買シグナルを発することがあります。これらの分析モデルによる、売買シグナルは市場タイミングのシグナルではありません。

当資料における予測は様々な分析データを使用し、市場価格やボリュームパターンを予測したものであり、株式市場または特定の投資に関する予測を示しているものではありません。

グローバル、国際、または新興国市場への投資は、特定の国の政治的・経済的状況や規制要件に大きく影響される可能性があります。米国以外の市場への投資には、為替変動、政治的・経済的不安定性、会計基準の相違、外国税のリスクが含まれます。このような有価証券には、流動性が乏しく、より変動性 が高い可能性があります。新興国や開発途上国市場への投資には、一般的に多様性や成熟度が低い経済構造や、先進国に比べて安定性の低い政治システムへのエクスポージャーが含まれます。

為替投資は、本国通貨か外国通貨にかかわらず、通貨価値の変動を含むリスクを伴います。また、外国投資に関連する収益率を向上、または減少させることがあります。

米国以外の市場への投資には、為替変動、政治的・経済的不安定性、会計基準の相違、外国税のリスクが含まれます。

債券投資は、金利、信用、債務不履行、デレシジョン・リスクなどのリスクを慎重に吟味する必要があります。ボラティリティの増大、限定的な流動性、期限前返済、不払い、債務不履行リスクの増加などのより大きなリスクは、ハイ・イールド（「ジャンク」）債やモーゲージ担保証券、またはサブプライム・モーゲージへのエクスポージャーを有するモーゲージ担保証券に投資するポートフォリオに内在するものです。一般的に、金利が上昇すると、債券価格は下落します。

米国の金利は歴史的な低水準、またはその近傍に位置しているため、金利上昇に付随するリスクに対するファンドのエクスポージャーを増大させる可能性があります。また、米国以外の国及び新興国市場の有価証券への投資は、為替変動リスクや当該国の経済・政治情勢等のリスクの影響を受ける可能性があります。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

“FTSE”はロンドン証券取引所株式会社及びフィナンシャル・タイムズ・リミテッドの商標であり、FTSEインターナショナル・リミテッド（以下FTSE）のライセンスのもとで使用される商標です。

S&P500インデックスに関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、マグローヒル・カンパニーズの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズに帰属します。

MSCIインデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。またこれらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。

インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。またインデックス自体は、直接投資の対象となるものではありません。

COPYRIGHT© 2023. RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。

内容は作成時点のもので、保証されるものではありません。

ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツおよび相当の少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズから構成されています。ラッセル・インベストメントの従業員およびハミルトン・レーン・アドバイザーズ・エル・エル・シーもまた、少数非支配持分所有者です。

フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメント グループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメント グループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。ラッセル・インベストメント（米国）のホームページに掲載されている製品・サービスは、米国の居住者のみを対象としています。

当資料は法律、税金、有価証券、投資アドバイス、投資の適切性に関する意見、また勧誘を目的としたものではありません。当ウェブサイトに掲載されている一般的な情報は、ライセンスを受けた専門家から法律、税務、投資に関する具体的なアドバイスを受けることなく実行されるべきではありません。

米国居住者以外のお客様はラッセル・インベストメントのご自身が居住する地域のウェブサイトにて、提供可能な商品やサービスに関する情報入手することができるかもしれません。

ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第196号 加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会 お問合せ先

ラッセル・インベストメント株式会社

マーケティング&コミュニケーション部

電話：03-6203-0286 FAX：03-6203-0201

E-MAIL：TOKYO-RJ@RUSSELLINVESTMENTS.COM