

Q3

2023

緩慢な減速
SLOWLY
SLOWING

グローバル・マーケット・
アウトルック
2023年7-9月期

※当資料は、市場動向につきましてラッセル・インベストメントが2023年6月27日に発行した英文のレポートを抄訳したものです。内容は作成時点のもので今後市場や経済の状況に応じて変わる可能性があります。また、当見解は将来の結果を保証するものではありません。



CIOデスクより

米国では債務上限問題が解決し、金融システム不安が沈静化したことで、株式市場は上昇に転じています。そして、人口知能(AI)を巡る熱狂と、依然として潤沢な投資余力、そして底堅い経済成長が相まって、景気は緩慢な減速に留まっており、当面は株価が下支えされる展開が予想されます。

しかし、リスクは下方に偏っている状況と見ています。ラッセル・インベストメントは現在、より中立的な投資戦略上のポジションを採り、市場から流出する流動性の影響など主要指標を注視しています。リセッション(景気後退)の可能性は依然高いもののその時期は2024年まで先延ばしされる可能性もあり、その潜在的な転換点は、企業収益への圧力が高まることと、家計が5,000億ドルの貯蓄余剰を取り崩すことに関連すると見ています。

市場は今年後半にかけて上昇を継続する可能性もありますが、今日の市場は、投資家が戦略的計画を持つことが重要である理由を示しています。現在、私たちがお客様と議論していることの多くは、ノイズを断ち切り、今なお困難な市場で投資を継続するために今なすべき戦略的決断に焦点を当てることにあります。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)、およびセンチメント(短期／投資家心理)(C V S)、ポートフォリオ固有の考慮事項など、さまざまなインプットを考慮に入れながら、ポートフォリオの変更を思慮深く忍耐強く行うことが重要な局面にあると考えています。

では、これは何を意味するのでしょうか？ラッセル・インベストメントの投資戦略チームのグローバル・ヘッドであるアンドリュー・ピーズ(Andrew Pease)と同チームが、足もと市場の状況を整理し、これらの洞察が投資家にとって重要である理由を説明いたします。

Kate El-Hillow
President & Chief Investment Officer



米国経済は、2023年に景気後退期に入るとの見通しはまだ現実のものとなっていません。景気後退期入りは2024年になる可能性があると考えられます。インフレの低下は緩やかであり、各国中央銀行は金融引き締めを完了していません。ラッセル・インベストメントは国債の魅力度をポジティブに評価しています。人工知能(AI)に注がれる関心の高さと堅調な経済成長が短期的には株式市場を下支えする可能性があります、その先では逆風が勢いを強めつつあります。

はじめに

アーネスト・ヘミングウェイの小説『日はまた昇る』の登場人物は、破産に至った経緯を尋ねられた時に、「最初はゆっくりと、そして突然に (gradually, then suddenly)」と答えました。この言葉は米国の景気見通しにも当てはまります。国債の逆イールドや銀行の与信基準の厳格化、生産活動の弱さ、消費者信頼感指数の落ち込みなど、景気後退を示唆する先行指標のすべてに警告サインが点灯しています。一方、経済活動の状態を示す雇用や家計支出などの指標は緩やかな減速を示すに留まっています。

他の主要経済圏も減速し、積極的な金融引き締めがもたらすリスクにさらされています。銀行貸出の急減でユーロ圏の成長は停滞しています。英国の経済成長が精彩を欠くにもかかわらず、根強いインフレを受けてイングランド銀行はさらなる金融引き締めを余儀なくされています。パンデミック後の度重なるロックダウンを受けて、中国の成長力も低下しています。日本はその例外で、超緩和的な金融政策が継続中で、国内総生産(GDP)の伸びが世界的なトレンドを引き続き上回って推移する見通しです。

この米国の緩慢な減速は今後数ヵ月に亘り続く見通しです。家計がコロナ禍で積み上げた貯蓄余剰は依然として約5,000億ドルにのぼり、企業業績も安定的です。全米住宅建設業者協会指数などの住宅指標も底入れしています。在庫が足もとの低水準から再び積み増される局面に入っているため、製造業の生産高も一時的に急増する可能性があると考えられます。

米連邦準備制度理事会(FRB)の金融引き締めに伴う経済へのストレスは、3月に起きた地方銀行の破綻や、クレジットカード及び

自動車ローンの債務不履行率の上昇からも明らかです。S&Pによれば、年初から5月までの倒産件数は2010年来で最多となっています。¹

各種経済統計がまちまちであるため、FRBのさらなる利上げも否定できません。ラッセル・インベストメントは、現在までの5%に及ぶ金融引き締めはインフレを目標水準へ引き下げるのに十分であり、景気を大きく減速させると見ています。さらなる金融引き締めは景気後退入りのリスクを高めると考えています。

米国景気は今後12~18ヵ月以内に景気後退入りする可能性が高いと考えられます。転換点は、業績不振から企業がレイオフや設備投資延期などのコスト削減策に走り、消費者がコロナ禍に積み増した貯蓄を使い果たして裁量の支出を削減する時と考えられます。ロ이터が6月に行った市場コンセンサス調査は、景気後退入りの時期を2023年10-12月期と予想しています。その可能性はありますが、ラッセル・インベストメントは、米国が2023年10-12月期に景気後退期に入る可能性はあるものの、景気減速は緩やかに、かつ一様ではないペースで進行していることから、2024年まで持ち越される可能性が浮上していると見ています。

そして、景気後退入りが後ずれする程、その影響も小さくなると考えられます。その理由はシンプルで、2024年迄にはFRBが積極的な金融緩和策を打ち出すことが可能になる程度にインフレが低下していると見込まれるからです。一方、インフレ率がFRBの目標水準を上回っている中で2023年に景気後退入りすれば、金融緩和と政策が抑制されることが予想されます。

¹ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/us-corporate-bankruptcies-tick-up-in-may-year-to-date-total-highest-since-2010-75997788>

米国がインフレ低下の先頭

世界の大半の地域でインフレがピークアウトしています。その最たる要因はエネルギー価格の下落です。原油価格はロシアのウクライナ侵攻直後に付けた1バレル＝130ドルから、6月中旬には70ドルまで下落しています。

食品とエネルギーを除くコアインフレは一般的に粘着性が強いですが、米国で下げに転じています。供給面のボトルネックが解消され、レンタカーや中古車価格も元の水準へ向けて切り下がっているため、この傾向は続くと見られます。FRBの目標インフレ率2%に立ち足る主な障害は、6%近い賃金の伸びです。下落のペースは緩慢ですが、労働市場の過熱感が薄れるにつれて低下を続けると見えています。

欧州のコアインフレは主に、昨年起きた原油価格及び天然ガス価格の大幅上昇の第二弾によるものです。エネルギー価格の上昇率は2023年5月までの12ヵ月間で昨年初頭の+44%から-2%にまで急落しています。ラッセル・インベストメントは、これを受けてコアインフレが今後数ヵ月間で大幅に低下すると予想しています。

しかし、英国のコアインフレは米国や欧州の低下に遅れる見通しです。なぜなら、労働参加率の低下やプレグジットに伴う労働者のスキル不足により、賃金が未だ上昇中であり、労働市場も依然引き締まっているからです。

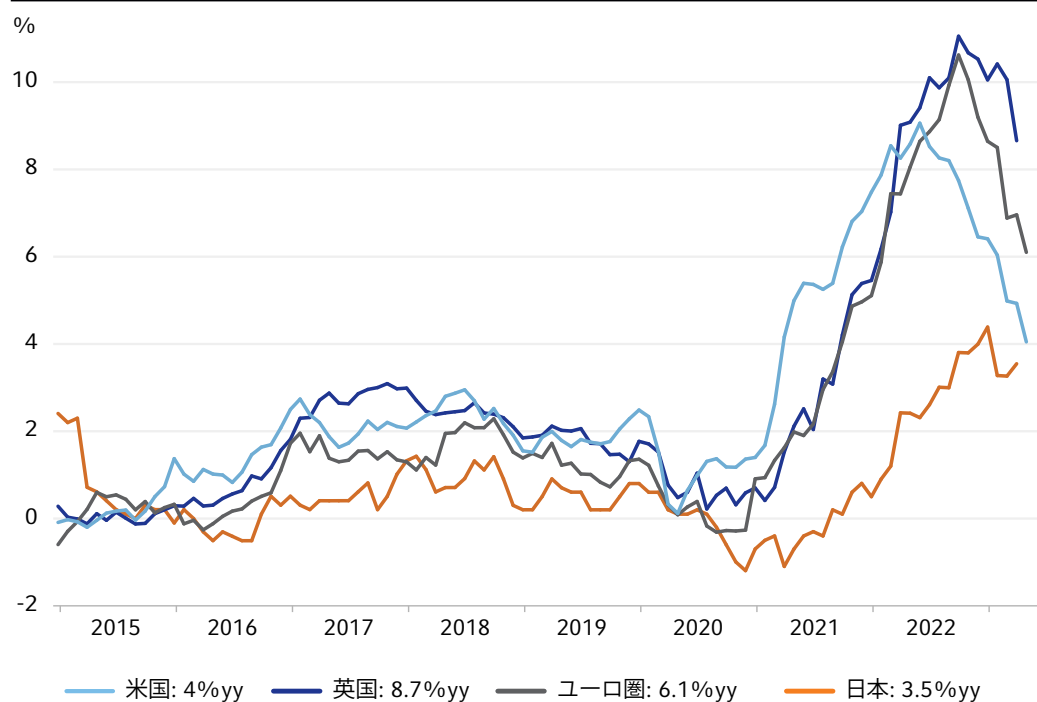
こうしたインフレの傾向が発するメッセージはFRBの利上げ終了が間近であり、予想通りコアインフレが低下に転じれば、欧州中央銀行 (ECB) も利上げを間もなく終了する可能性があるということです。しかし、イングランド銀行 (BoE) は、コアインフレが未だにピークアウトしていないため、最も困難な課題に直面しています。先物市場は、BoEが2024年初頭までに1%超の利上げに動くことを織り込んでいます。経済全体がほぼ成長していない状況を勘案するとこれは過大評価かもしれませんが、主要中銀の中で最後に利上げを停止するのはBoEになる可能性があります。

米国景気は今後12～18ヵ月以内に景気後退入りする可能性が高いと考えられます。

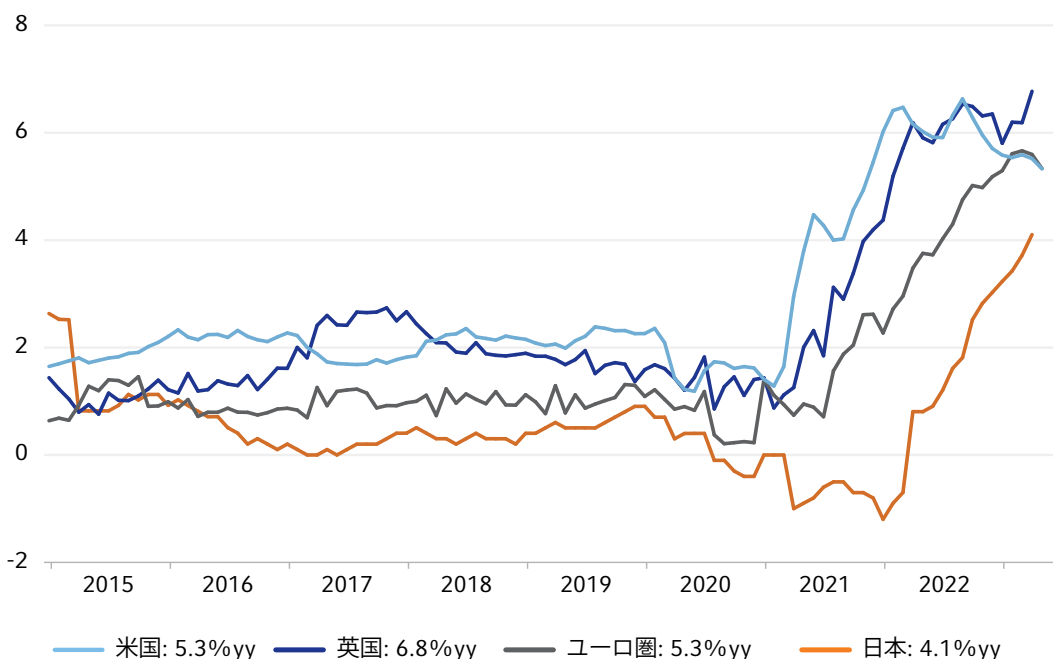
アンドリュー・ピーズ 投資戦略グローバル・ヘッド



世界のインフレ率は主要国でピークアウト



世界のコアインフレ率は粘着性を示している



こうしたインフレの傾向が発するメッセージはFRBの利上げ終了が間近であるということです。

アンドリュー・ピーズ

AIに対する期待感の高まり

超大型株が再び米国株式市場のリターンを主導しています。今回は、ChatGPTなどの生成AI技術を巡る市場の熱気とその原動力になっています。主要ハイテク7銘柄の6月15日までの年初来リターンは+65%に及びます。エヌビディア(NVIDIA)の同リターンは+190%です。アップル(Apple)の時価総額は現在、米国小型株を対象とするRussell 2000®インデックスの時価総額を上回っています。

S&P 500のリターンは年初来で+16.2%です。しかし、上記ハイテク7銘柄を除くリターンは僅か+3.8%です。

昨年末のChatGPTの登場を契機に、新たな生成AI技術の革新性について多くの評価がなされました。ゴールドマン・サックスによれば、AIは今後10年間で米国の労働生産性を年率1.5%押し上げ、企業の利益率も4%拡大することを可能にするとされています。

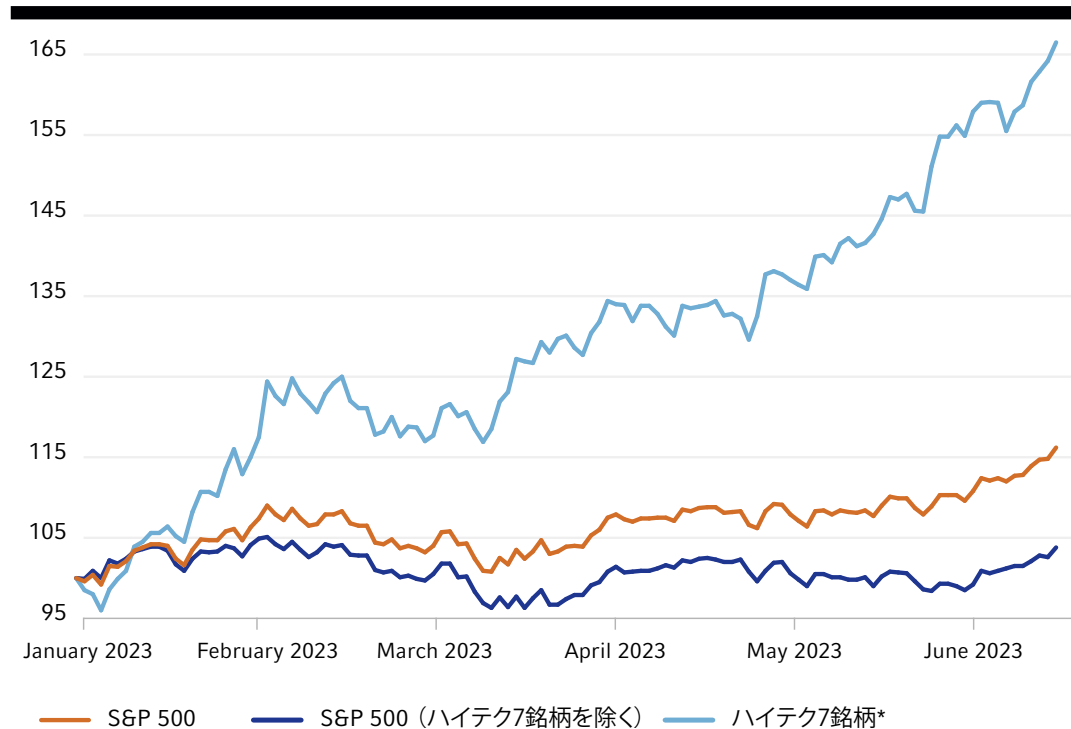
これらの予想は憶測の域を出ないものの、AIの可能性に心躍らずにはいられないでしょう。AIの効果は、電気や道路、インターネットの導入に代表される過去の技術革新よりも速く現れる可能性があります。過去の技術革新は規模やネットワーク効果に左右されてきました。それとは対照的に、今回はAIの活用が急速に進んでおり、成長性や生産性に及ぶ影響が10年単位ではなく、数年単位で発現する可能性があります。

AI投資の勝者と敗者を見分けるのは容易ではありません。しかし、AIはコンピューターの処理能力やデータを利用するため、専門性の高い半導体製造メーカーのみならず、大規模な処理能力

やクラウドストレージ、データにアクセスできる企業にも恩恵が及ぶ可能性があります。既存技術が時代遅れになり、敗者も生まれるでしょう。また、もうひとつの問題は、現在の巨大ハイテク企業がネットワーク効果と規模の経済から享受しているような独占力や利益を生み出すかどうかです。最終的に、AIの果実は、AIのユーザーとクリエイター間で従来よりも公平に共有されるのかもしれませんが。

1990年代のテクノロジーバブルのように、AIが投機的な熱狂を生み出すかも問題です。エヌビディアやメタ(Meta)の今年の株価上昇は、利益予想の大幅な上方修正で部分的に説明がつきます。FRBの積極的な金融引き締めと景気後退リスクがAIを巡る昨今の高揚感(ユーフォリア)を当面は抑制する見通しです。次の景気サイクルで低金利と過剰流動性が再び発現する場合、投機的な動きをもたらす可能性もあります。AIは未だ黎明期にあり、今後注視すべき重要な投資テーマの一つになると考えられます。

超大型ハイテク株が米国株式リターンを主導



出所:リフィニティブデータストリームのデータを元にラッセル・インベストメント算出 2023年6月15日時点
ハイテク7銘柄はApple、Meta Platforms、Alphabet (Google)、Amazon、Tesla、Nvidia、Microsoftで構成されています。

AIの効果は、電気や道路、インターネットの導入に代表される過去の技術革新よりも速く現れる可能性があります。

アンドリュー・ピース

地域別の所見

米国

ラッセル・インベストメントは米国の景気見通しに弱気な見方をしています。現行の金融引き締めや景気先行指標の弱さが景気減速を示唆しています。過去14ヵ月に亘る5%の利上げを経て、FRBはFFレートをピークに近づけています。実際、金融政策は抑制的で、米連邦公開市場委員会（FOMC）は利上げの影響が完全に現れるまでのタイムラグを認識している中、銀行は与信管理を厳格化しており、FRBは景気後退を予測しています。

パウエル議長が年内に後1回から2回の利上げに踏み切る可能性も残っています。パウエル議長は、過度な引き締めで景気後退を招くよりもインフレが定着する方が大きな過ちになる、と再三強調しています。FRBがインフレとの闘いに勝利するために、利上げに注力して経済成長を減速させる場合には、市場リスクも生み出すことになります。他方、大手銀行の良好な企業業績や、コ

スト削減による超大型ハイテク企業の堅調なファンダメンタルズ、またAI期待の追い風などからS&P 500の業績予想コンセンサスにおける下方修正のサイクルは4月に底入れしています。

米国の利益成長率は景気後退期に10～15%程度落ち込む傾向にあるため、株価には下方リスクとなります。また、最終的には現在市場が織り込んでいるものよりも積極的な利下げにFRBが転じる可能性があることから、国債利回りも低下していくことが予想されます。市場のセンチメントは、熱狂的でないにせよ楽観的ではありません。割高感の感じられる株価のバリュエーションや企業業績の悪化により、ラッセル・インベストメントは米国の株式市場見通しに慎重な姿勢を採っています。しかし、市場参加者が高揚感に包まれているとの証左もないため、市場はさらに過熱する可能性もあると見ています。



ユーロ圏

冬場の景気後退を回避したことから、同地域の見通しは以前よりもネガティブに見ています。2022年10-12月期と2023年1-3月期の2四半期連続でGDP成長率がマイナスになったため、テクニカルには既に景気後退期にあるとも言えます。しかし、労働市場は依然引き締まっており、失業率はユーロ圏誕生以来の最低水準で、賃金の上昇も加速しています。

6月に政策金利のひとつである中銀預金金利を3.5%に引き上げ、7月の追加利上げも示唆しているように、ECBはユーロ圏が景気後退期にあるとは見ていないと考えられます。ラガルド総裁は、景気見通しに前向きな見通しを有しています。一方、ラッセル・インベストメントは現時点で、金融引き締めの影響でユーロ圏の景気に腰折れリスクがあると見ています。貸出の伸びは落ち込み、クレジットインパルス※は2007年から2008年にかけての金融危機以降で最低の水準に達しています。また、総合及びコアインフレはともに今後数ヵ月間で急速に低下すると見られます。エ

ネルギー価格は欧州のインフレ動向に多大な影響を及ぼしており、エネルギーの消費者物価指数（CPI）は2022年3月までの1年間で+44%の上昇率を示したこともありましたが、今年の5月までの1年間で-1.8%となっています。

※GDP（国内総生産）比の新規貸出の伸び

中国での景気回復の後退もユーロ圏が抱える問題です。中国はユーロ圏の工業製品及び嗜好品セクターにとって重要な輸出市場であるからです。

足もとではECBのタカ派スタンスの継続が、購買力平価ベースで依然割安感のあるユーロを下支えしています。しかしECBが金融政策を誤れば、中期的にユーロへ下方圧力を与える可能性もあると考えられます。年初来のユーロ圏株式のパフォーマンスは、現時点では概ね米国株式と同様の動きを示していますが、今後は金融引き締めと景気後退リスクという景気サイクル上の難題に直面することが予想されます。



英国

英国の経済状況を一言で表せば「低迷」です。この1年、GDPはほとんど成長しておらず、依然としてパンデミック前の2019年の水準を回復していません。他方、コアインフレの上昇は続いており、4月には6.8%に達しました。失業率も僅かに上昇していますが、足もとの3.8%は1970年代以来の最低水準です。

経済成長の低迷、インフレ率の上昇、労働市場の逼迫が組み合わさり、経済の供給面に制約がかかっています。パンデミック後の英国の労働参加率は、米国やユーロ圏ほど回復していません。労働需給ギャップの多くは、病気と早期退職で説明がつくと考えられます。ブレイグジットも労働スキルのミスマッチに影響を及ぼしており、欧州系の労働者を簡単には補充できない状況があります。

根強いインフレを受けて、BoEはタカ派スタンスに戻らざるを得なくなり、6月には政策金利を0.5%引き上げ5.0%にしました。市場ではBoEの

政策金利引き上げは2024年初頭に6%超でピークを打つと予想されていますが、英国経済の失速を回避するためにはその水準まで金融を引き締めるのは難しいとラッセル・インベストメントは見ており、政策金利はより低い水準でピークを迎えると考えています。利用者の多いとされる2年物固定金利型住宅ローンの債務者は、2021年当時の僅か1%超から現在の6%近い金利水準での借り換えに迫られています。

BoEのタカ派スタンスは英ポンドを下支えすると見られます。英国大型株には割安感が認識されますが、ヘルスケア、金融、生活必需品セクターの比率が高い一方で、テクノロジー関連セクターの比率が低いため、逆風にさらされる可能性があると考えています。英国債10年物の利回りは4.4%で投資妙味がある水準と考えられます。



日本

日本では、経済活動の再開とインバウンド観光の回復を背景に、国内支出が持ち直し始めています。賃金は上昇を継続しており、粘着性の強い物価（サービス価格）の上昇率は日本銀行の目標インフレ率である2%に近付いています。原油価格の低下もあり、原油の純輸入国である日本の貿易収支も改善しており、その影響で日本円への売り圧力も弱まることが予想されます。ラッセル・イン

ベストメントは、日銀が年末までにイールドカーブ・コントロールを修正すると見ており、具体的には10年国債利回りの許容変動幅をさらに広げること、あるいは誘導対象の短期化の実施が検討されると見ています。これらの動きは、円高圧力として作用するものです。世界の株式市場が下落に転じ、リスクオフ相場になる場合、円はその恩恵を受けることになると考えられます。



中国

中国経済は1-3月期が好調だったものの、その後減速しています。今年も引き続き消費が鍵になると考えられますが、データは中国の消費者が慎重な姿勢を採っていることを示唆しています。中国の貯蓄余剰は先進国よりも少なく、また公的な財政支援なしに蓄積された点も加味すれば今後消費に回る可能性は低いと考えられます。

また、不動産市場の回復も緩慢です。中国の不動産開発業者は依然としてクレジット・スプレッドの上昇に直面しています。電気自動車向けには若干の追加的支援策が講じられており、年末

までには不動産セクターにまで拡充されることが予想されています。中国のインフレ率が現在1%を下回っていることを考慮すると、極めて緩和的な金融政策の継続が予想されます。ラッセル・インベストメントは中国の2023年のGDP成長率が5%程度になる見通しを変えていません。FRBや他の先進国中央銀行による利上げの終了が近いことを示す兆候が現れるまで、人民元が強含む可能性は低いと見ています。中国株式は相対的に割安圏にあると考えられますが、政府が行動制限を緩和して以来、大きく上昇しています。



カナダ

カナダでは移民の歴史的な急増が消費と経済成長全般を下支えし、家計の安定に極めて重要な役割を果たしています。その後押しがあって、カナダ銀行 (BoC) は、条件付きの利上げ休止措置を取り止め、6月に政策金利を引き上げました。市場は後1回の引き上げの可能性を織り込み、過去の中立金利の予想値である2.5%の2倍に相当する5.0%に政策金利が到達する水準を引き上げています。政策金利5%は非常に引き締めの水準と考えられるため、昨今の底堅い住宅市場の状態を考慮しても家計には打撃です。債務不履行率、クレジットカード残高、ホームエクイティローンが増加しており、家計の悪化が進む状況を示唆しています。

一方、労働市場の需給は緩和されています。カナダ経済は、5月に2022年8月以降初めて雇用減へ転じ、求人数も減少しています。雇用情勢の軟化が今後、家計・消費者行動に影響し、インフレ率の引き下げ圧力になると考えられます。ラッセル・インベストメントは、今後12ヵ月間にカナダが景気後退期入りする可能性が高いと見ています。しかしBoCは、経済が需要超過の状態を終えてインフレの持続的な下降局面に入ったシグナルを忍耐強く待ってから、金融緩和へ転じる可能性もあると考えています。



オーストラリア及びニュージーランド

オーストラリアでは景気減速が続いているものの、移民の割合が高く、経済活動を支えていることから、景気後退局面入りの可能性は北半球諸国よりも依然として低い状態です。しかし、金利上昇と直近3ヵ月間に多くの固定金利型住宅ローンが期限を迎えたことにより、家計支出はさらに鈍化すると見られます。労働市場は非常に逼迫していますが、労働需要の先行指標が弱含む一方で労働供給が増加しているため、年内に軟化すると考えられます。オーストラリア準備銀行は、根強いインフレや非常に低い生産性、その結果としての労働コスト上昇への懸念も踏まえて、さらなる利上げが必要になる可能性を示唆しています。ラッセル・インベストメントは、さらなる経済成長や金利差の縮小を考慮して、豪ドルには上値余地があると見ています。

ニュージーランドでは、ニュージーランド準備銀行(RBNZ)の積極的な金融引き締め策を受けて、固定金利型住宅ローンの多くで金利が大幅に上

昇しているため、家計の財政状況が大幅に逼迫すると見られます。ラッセル・インベストメントでは、オーストラリアよりもニュージーランドの方が景気後退のリスクが大きいと見ています。財政支出は支援的で、景気への影響もエコノミストが予想していたものよりも大きくなっています。同様に、移民の伸びもオーストラリア程でないものの好材料です。RBNZは他の先進国中央銀行よりも大幅な利上げを実施したため、将来的な利上げの必要性についてのガイダンスを後退させています。ラッセル・インベストメントは、ニュージーランドの利上げサイクルは終了したと見ています。

その他に留意すべきは10月に迫った総選挙です。足もとの世論調査は拮抗しており、与党であるニュージーランド労働党が盛り返してリードしています。



ユーロ圏株式は、今後は金融引き締めと景気後退リスクという景気サイクル上の難題に直面することが予想されます。

アンドリュー・ピース

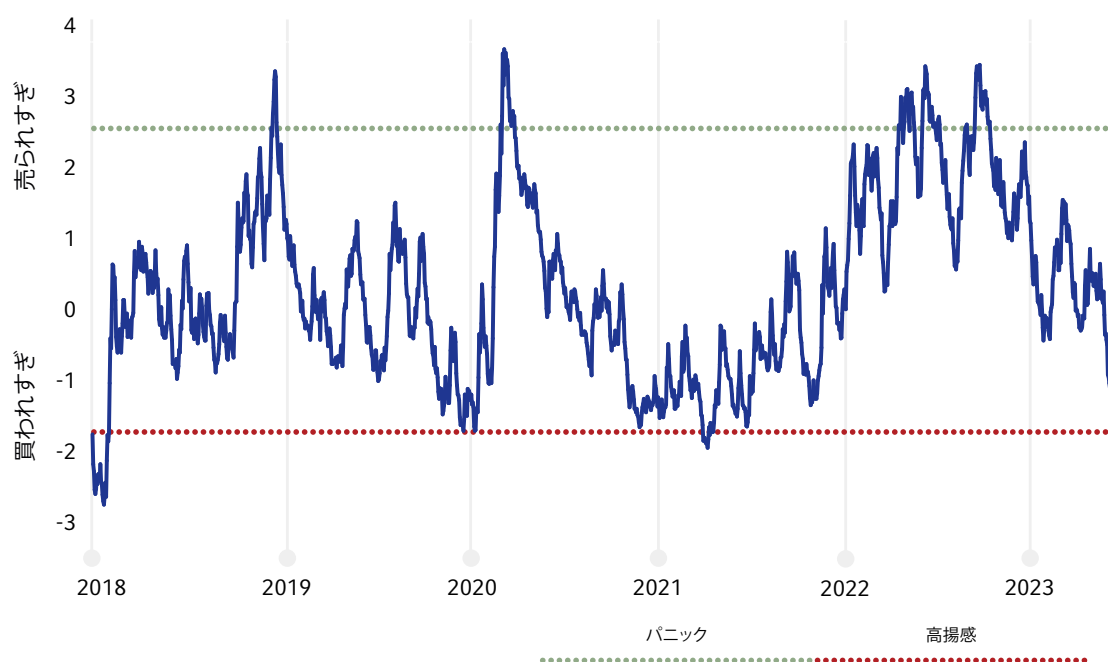
資産クラスの選好

緩慢かつ一様ではない米国景気の減速は、金融市場を取り巻く環境も複雑化しています。ラッセル・インベストメントの景気サイクル(中期／景気循環)、バリュエーション(長期／割高・割安)、及びセンチメント(短期／投資家心理)(CVS)に基づく投資戦略策定のフレームワークは、S&P 500の一年後の見通しに慎重なシグナルを発しています。景気後退のリスクを勘案し、株価のバリュエーションは割高、景気サイクルはネガティブと判断しています。ラッセル・インベストメント独自のセンチメント指標であるコンボジット・コントラリアン指標は現在、株式市場が年初の売られ過ぎを示唆する水準から若干買われ過ぎを示唆する水準へと切り替わっていることを示しています。しかし、堅調な経済指標が景気後退は到来しないことを示唆していると投資家が誤って見做し始めた場合、市場は今後数ヵ月内に過熱状態に陥る可能性が残ると見ています。

AI関連銘柄に注目が集まっている点も状況を複雑化させています。年初来のS&P 500 指数上昇幅のほぼすべてがAI関連株によるものです。一握りの銘柄群が市場を主導している状況にあるため、ひとたび景気後退懸念がAI熱をくじけば、上昇分が消える恐れもあります。一方、投資家のAIテーマへの投資意欲が景気サイクル上の逆風をかき消す可能性もあります。ラッセル・インベストメントは景気サイクル面の下方圧力が株式市場の重石になると予想する一方で、AIへの熱狂度を見通すことも困難だと考えています。

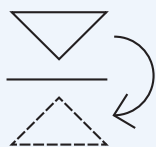
CVSに基づく投資戦略策定フレームワークを通じて、ラッセル・インベストメントは米国債にポジティブな評価をしています。10年物国債の3.8%近い利回り水準は、景気後退リスクも勘案して割安と判断されます。また、先物市場では、最も投機的な投資家層が利回りのさらなる上昇に賭けたポジションを取っていると見られることから、コントラリアン・センチメントも支援材料となっています。ポートフォリオの分散を図るうえで、債券は強力な投資対象と考えています。

コンボジット・コントラリアン指数(買われ過ぎを示唆する水準)



出所:ラッセル・インベストメント、2023年6月14日時点で標準偏差-1.23。コンボジット・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。

2023年央において、ラッセル・インベストメントは各資産クラスを以下のように評価しています。



景気後退のリスクがある中で、株式の上値余地は限定的です。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て米ドル安が大きく進展するまでは、ニュートラルな評価を維持します。



株式の中では、負債比率が低く収益成長の安定しているクオリティ・ファクター特性を有する銘柄を選好します。一般的にこれらの銘柄群は経済成長の減速期に相対的に良好なパフォーマンスを示します。年央現在、クオリティ・ファクター特性を有する銘柄群は相対的に割安と考えられる水準で推移しています。

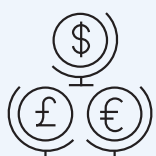


新興国市場株式は、年初来で先進国市場をアンダーパフォームしています。米ドル安は新興国株式のアウトパフォーム要因になる場合が多いですが、今年の値動きは異なります。中国経済への懸念が逆風となっており、それが直ぐに払拭されることもないと考えられます。現時点では、ニュートラルな評価が妥当と判断しています。



ハイイールド債のクレジット・スプレッドが長期平均を下回る一方で、投資適格債の同スプレッドは長期平均に近い水準です。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ネガティブな景気サイクルが問題になります。

国債はバリュエーション面で投資妙味が増していると見ています。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。しかし、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。米国では2年物国債の利回りが10年物国債の利回りを上回る「逆イールド」が極端とも言える水準にまで進行しています。イールドカーブは、FRBが利上げを完了し、市場が金融緩和を視野に入れた時に多く見られるように、今後数ヵ月内にスティープ化に動くと考えています。

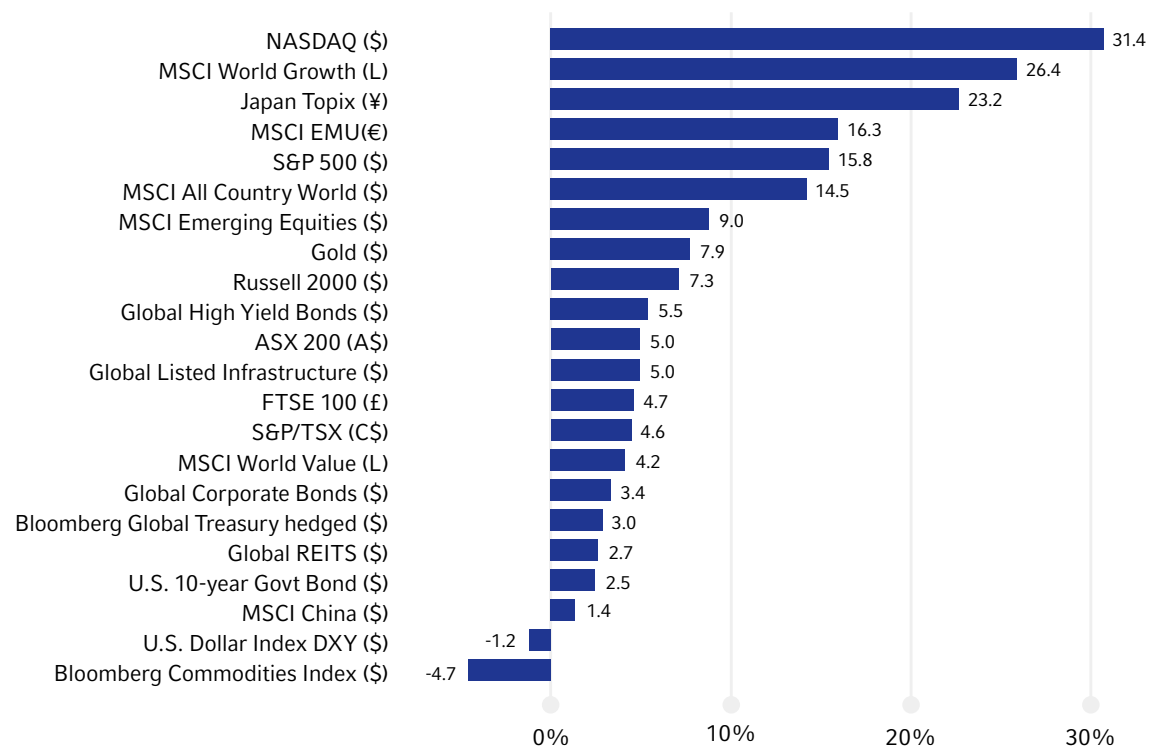


実物資産：不動産投資信託 (REIT) はインフラストラクチャーやグローバル株式と比較して魅力的なバリュエーション水準と考えられます。不動産のファンダメンタルズは総じてまだ健全と考えられることから、金利が低下する場合、REITは底堅く推移することが予想されます。コモディティは、精彩を欠く中国経済、とりわけインフラストラクチャー及び建設活動が低迷する見通しが重石になっています。石油輸出国による相次ぐ供給削減の報道を受けても、原油価格は上昇しておらず、世界経済成長が引き続き緩やかなため価格の持ち直しも難しいことが予想されます。インフレ率が低下し、実質金利が上昇したことで、金価格の下支え要因は解消されています。



米ドル (USD) は、FRBの利上げ局面の終了に近いという市場参加者の思惑を受け、過去1ヵ月間下落基調で推移しました。景気後退は回避できるという見方が市場に浸透する場合、景気循環と逆方向に動くというドルの性質を踏まえるとドル安がさらに進行する可能性があると考えられます。日本円は、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) の点から魅力度が高いと考えています。1米ドル142円との為替相場は、購買力平価に基づく適正水準92円に比べて著しく割安です。日本におけるインフレ圧力の台頭を受けて、日銀は現在のイールドカーブ・コントロール政策を修正する過程にあると考えられます。ポジショニングの動向からは、多くの市場参加者がさらなる円安を見込んでいることが示されています。

資産別のパフォーマンス (6月16日時点)



出所:リフィニティブデータストリーム、2023年6月16日時点 EMU = European Economic and Monetary Union.



債券は強力な投資対象と考えています。

アンドリュー・ピース

IMPORTANT INFORMATION

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6月26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、自国通貨が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、デレイト・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 アソシエーツならびに少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズ、ラッセル・インベストメントの経営陣およびハミルトン・レーン・インコーポレーテッドから構成されています。

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を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 お問い合わせ先

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-RIJ@RUSSELLINVESTMENTS.COM

russellinvestments.com/jp