

世界経済の減速継続へ

投資インサイト

エカテリーナ・ビゴス
CIO、コア・インベストメント、
アジア（除く日本）

2022年10月～2023年

主要テーマ

景気後退リスクの高まりにより成長見通しは減速

金融政策

- 根強いインフレ懸念により、大半の中央銀行は引き締めを継続
- 年明け前後には、経済活動の減速により、見通しを変更へ
- 中国人民銀行と日銀は大きな例外

インフレ

- サプライチェーン圧力は緩和されつつあるが、国内的圧力は持続
- ヘッドラインインフレ率はピークを過ぎるも、コアインフレ率はなかなか低下せず
- インフレ率が中央銀行の目標に戻るには、2024年年末までかかる

当社の基本シナリオ

供給圧力と金融引き締め政策により経済は減速。2023年にインフレ率は低下へ

世界経済の成長率は2022年に3.1%、2023年には2.4%を予想

成長

- 経済成長は明確な減速を開始
- 欧州と米国で景気後退を予想
- 米国では穏やかな景気後退、欧州では、ガス供給の制限により顕著な景気後退を予想

金利

- FRBの景気抑制的な姿勢により、金利は緩やかなペースで上昇
- 逆イールドは、一部にはテクニカル要因もあるが、全般的には成長懸念を反映

財政政策

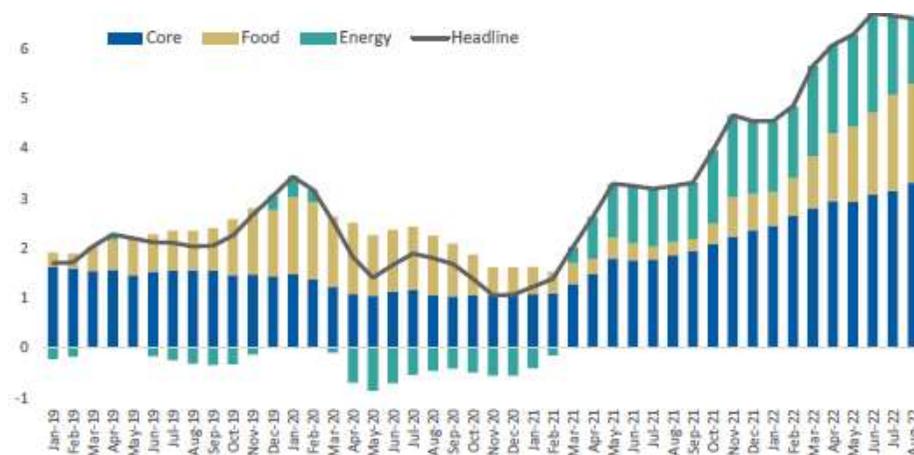
- 厳しい冬に向け、欧州は生活費危機乗り切りへ財政支援を追加し、更なる政策も導入
- 米国では議会が行き詰まる

外部供給要因が弱まりつつあるとはいえ、世界的にインフレの高止まり続く
9%から5%への低下と比較した場合、5%から2%への低下は緩慢

1. 世界的なインフレは、サプライチェーン、エネルギー、食糧価格の混乱といった外部要因によって主にもたらされてきたが、これらの要因は緩和されつつある。新たなショックが発生しない限り、ヘッドラインインフレ率は引き続き低下し、それもかなり早いスピードで低下すると思われる。

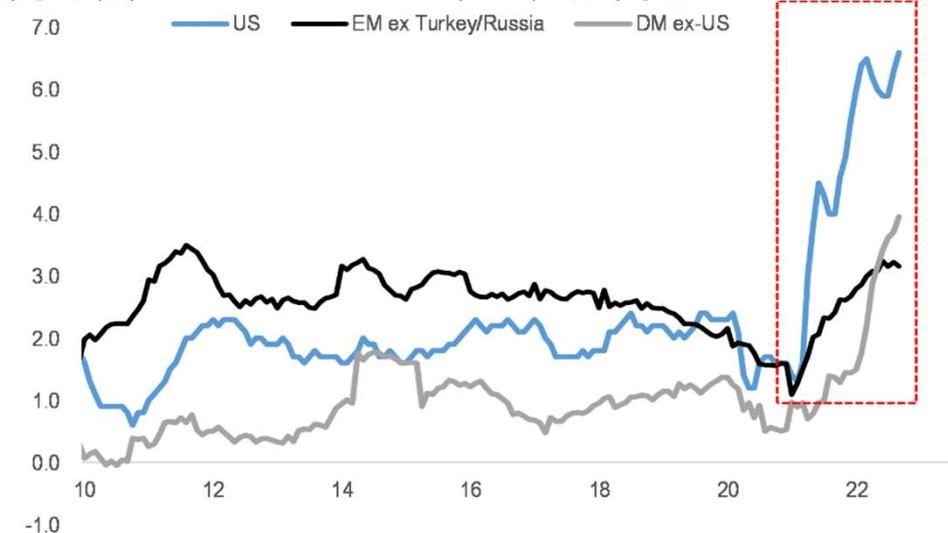
2. しかし、国内の供給制約に起因するコアインフレ圧力は依然として不快なほど高く、持続的である可能性が高い。インフレ率が中央銀行のインフレ目標に戻るには、2024年末までかかると見ている。

世界のCPIとその構成要素（前年同月比、%）



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research. Global inflation excludes Russia, Ukraine, Turkey and Argentina. China's CPI weights are the ones inferred by Bloomberg, Oct 2022

先進国のコアインフレ率は依然高止まり



Source: JP Morgan, Datastream Oct 2022

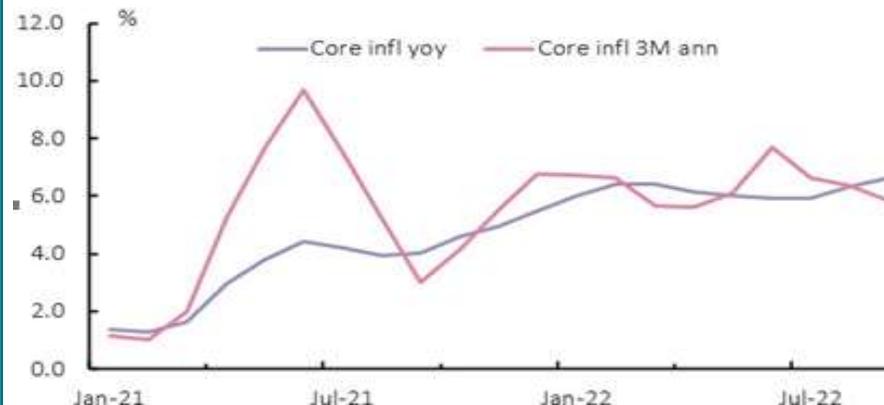
コアインフレ率は6%前後で推移

スティッキーな（価格がなかなか変動しない）構成要素の加速続く

1. 米国の消費者物価指数（CPI）は、下げ止まりに向けた「明確かつ説得力のある証拠」を示していない。9月は予想を上回り、40年ぶりの高水準となった。ベース効果を考慮しても6%前後のペースに落ち着いている模様。今年平均で8.2%、来年は5.2%になると見ている。

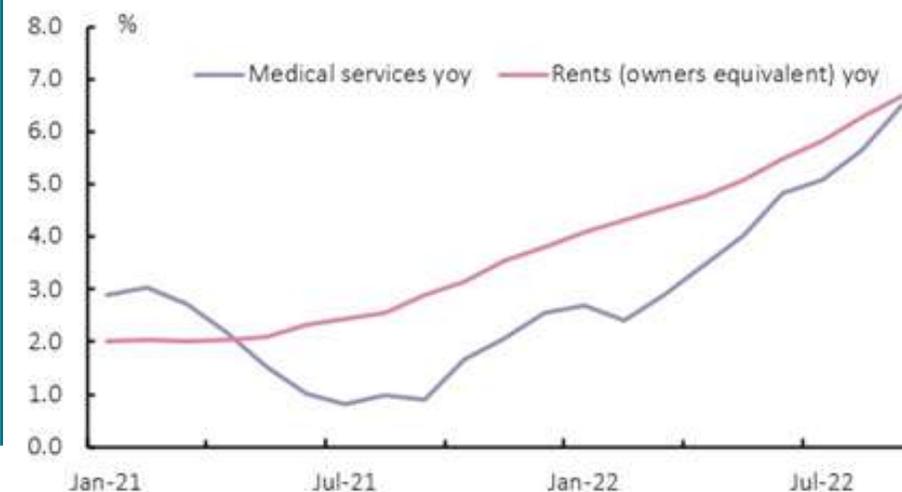
2. 家賃や医療サービスといった、「スティッキーな構成要素」の加速が続いているため、インフレ傾向の迅速な好転を示唆していない。これらの要素は、景気循環的な悪化に対して長期的に遅行し、大部分が「独自のサイクル」を持っている。

米国のコアインフレ率（前年同月比）と
同3カ月移動平均



Source: AXA IM Research, Bureau of Labour Statistics, Oct 2022

米コアインフレ率の主要構成要素



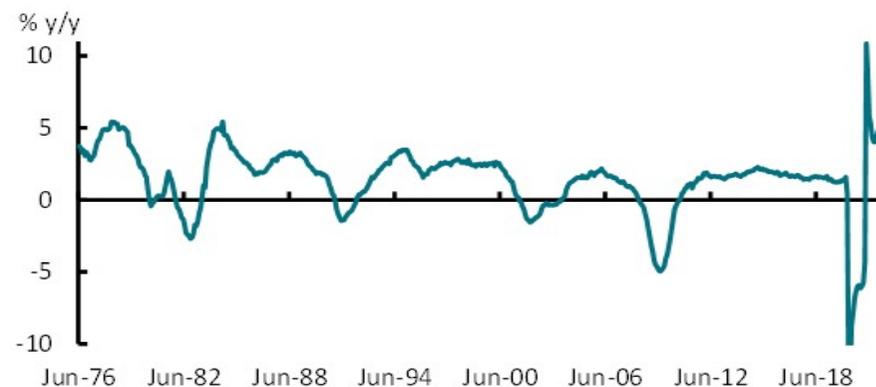
Source: BLS, AXA IM Research, Oct 2022

インフレの持続的な部分は、逼迫した労働市場に支えられた需要が主導
米国内の労働市場の逼迫は、FRBにとってより長期的な懸念材料

1. 失業率は3.7%で、失業者1人あたり1.9人の雇用が創出されている。雇用の回復に伴い、個人所得は3月に過去最高の5.6%増となったが、9月には4.2%増に減少。

2. 単位労働コストの上昇は、コア物価の安定回復とは相いれない。FRBとしては、単位労働コストを2.5%以下に引き下げ、インフレターゲットと整合性を持たせる必要がある。

米国の雇用成長率（前年同月比、%）



Source: BLS, AXA IM Research, Sept 2022

米国のコアCPIと単位労働コスト



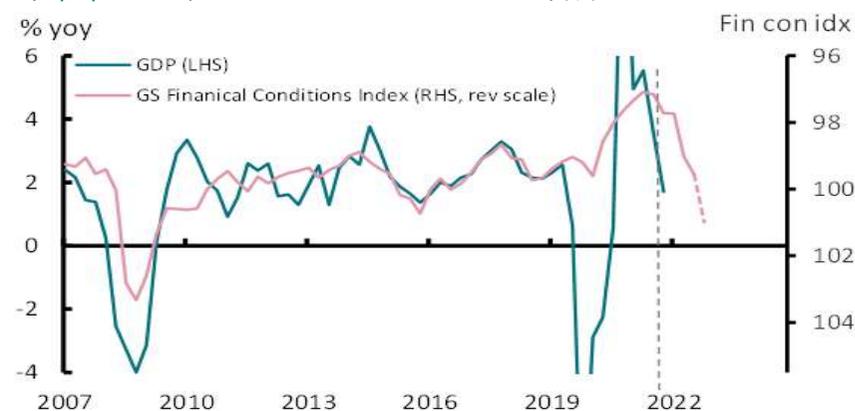
Source: BLS, AXA IM Research, Sept 2022

経済活動の減速と物価安定の回復に向け、FRBは抑制的な金融環境を追求
前倒しされたタイトな金融状況は、既にFRBが軌道修正した水準を超えている

1. FRBは金融コンディション指数が100超のタイトな状況の維持を必要としている。金融環境の緩和につながる動向は、FRBにとって好ましいものではない。

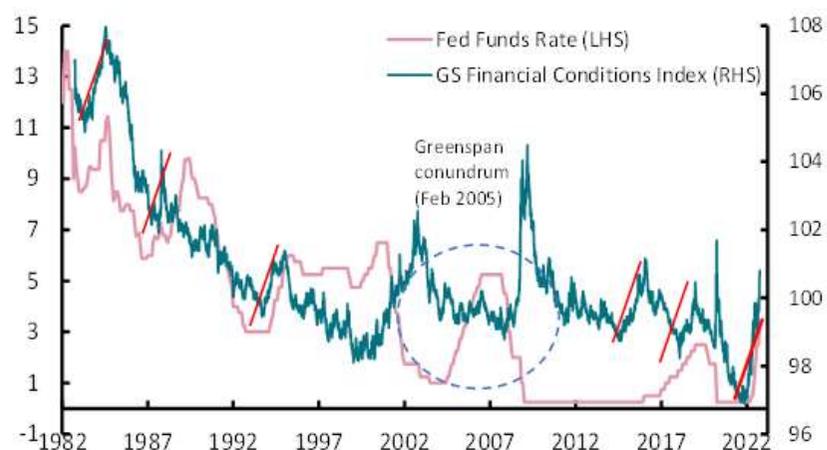
2. FRBとしては、4回の75bpsの利上げで終了するわけではない。今後の利上げの速度、高さ、長さが重要。強力な引き締め状況は、米国経済を深刻な景気後退に導く可能性がある。当社はFRBが利上げペースを落とすと予想しており、12月に0.50%、2月に0.25%、3月にさらに0.25%引き上げ、最終的に5.00%に至ると予想している。労働市場が依然として強い場合や消費者物価指数でサプライズがあれば、FRBは2月の利上げ幅を再考する必要がある。FRBが利上げを打ち止めにできるような状況になれば、ソフトランディングの可能性が高まる。

米国の金融コンディション指数とGDP



Source: Bureau of Economic Analysis, Goldman Sachs, AXA IM Research, Sept 2022

FF金利と金融コンディション指数



Source: Federal Reserve Board (FRB), Goldman Sachs and AXA IM Research, Sept 2022

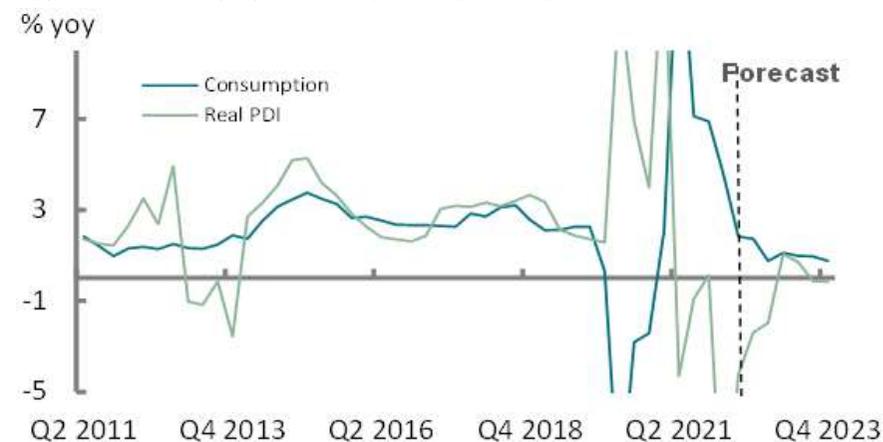
実質所得の伸びを上回る期待インフレのペース

家計支出の低下が事業投資支出に影響

1. **インフレによる実質所得の圧迫**や財政支援の減少、よりタイトな財政状況の組み合わせは家計支出に影響を及ぼすと見られる。民間セクターの支出力は投資、また在庫にも影響することになると見ている。

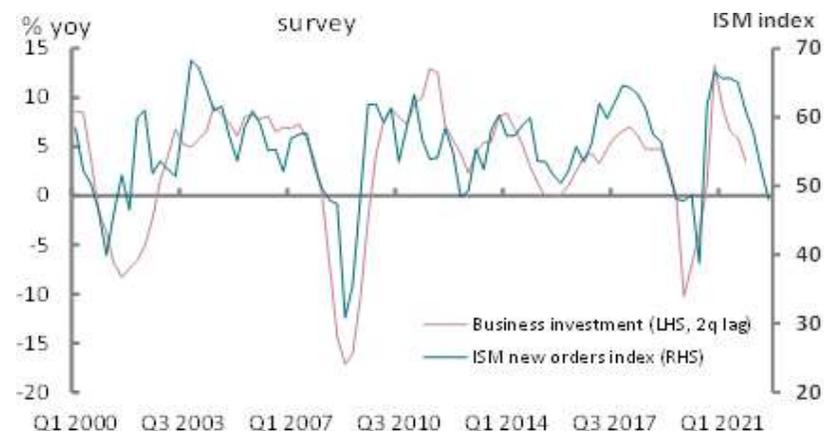
2. **インプットのコスト上昇、ドル高、人件費上昇により企業にとってのコストも上昇**。全体として、悪化した利益見通しおよびグローバルな不確定要素が事業投資の見通しを弱いものにしてている。

消費及び実質個人可処分所得



Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research, Sept 2022

事業投資の伸び及びISM製造業新規受注



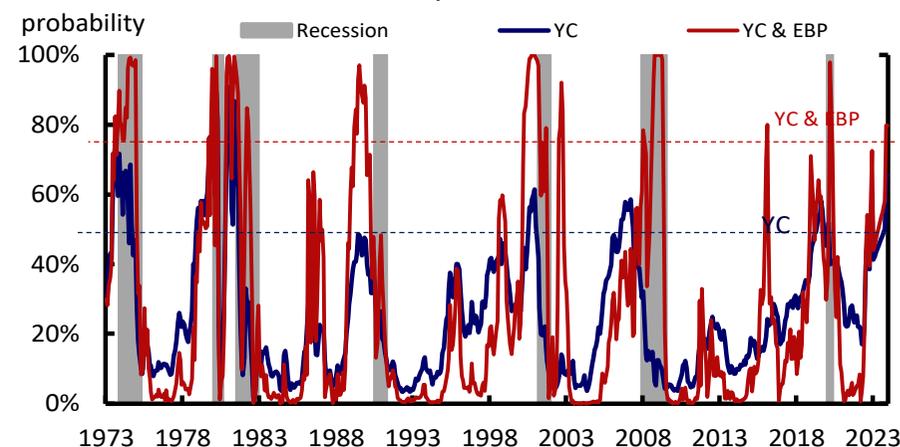
Source: BEA, ISM, AXA IM Research, Sept 2022. ISM: Purchasing Managers Index

予測モデルは景気後退を示唆しているが、まだその段階には到達していない
米国の労働市場は景気後退入りを示さず

1. 米国経済のモメンタムは、景気後退入りを2023年初めまで先延ばしできる可能性がある。経済には、約2.2兆ドルの超過貯蓄、労働市場における累積需要のバッファがある。しかし、7-9月期には貯蓄率の大きな調整があり、5.3%から3.3%に低下した。これは、消費者が貯蓄取り崩しを増やしているためであり、来年に向けてのバッファが少なくなりつつある。

2. 失業率は景気後退入りの前に極めて低い水準にあるのが常と言えるが、実際の収縮を最初を示唆するのは失業率の0.5%の上昇であることが多い。そしてそれはまだ起こっていない。

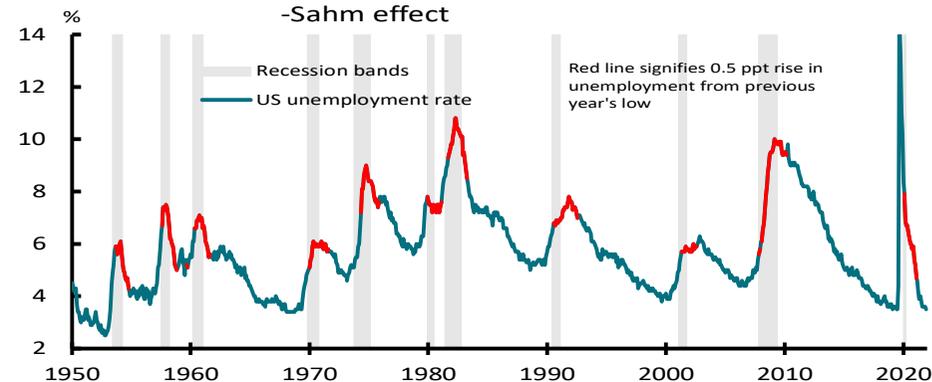
モデルに基づく12ヶ月間の景気後退入りの確率



Source: FRB, Bloomberg, AXA IM Research, Sept 2022. YC - slope of the yield curve (3 months to 10 years). EBP - Fed calculated excess bond premium.

景気後退は通常、失業率が上昇するなかで発生

Modest increases in unemployment lead to recession -Sahm effect



Source: BLS, AXA IM Research, Sept 2022

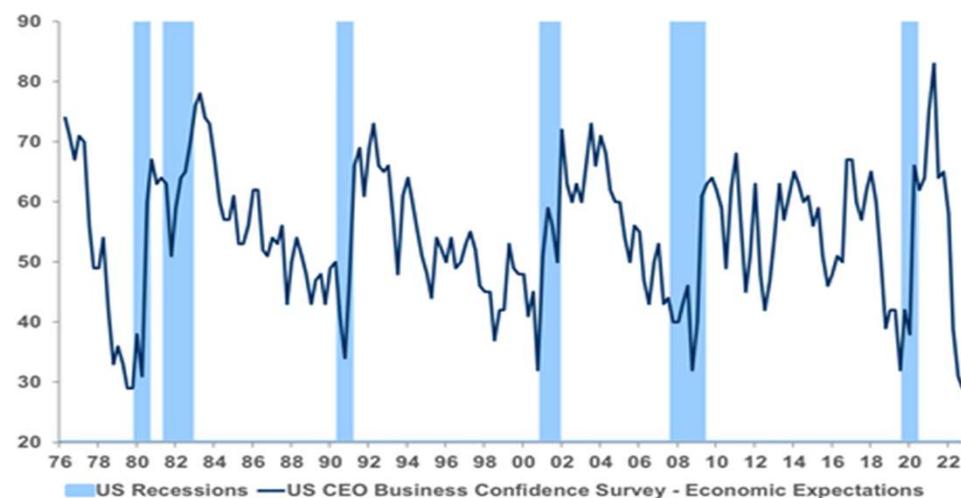
しかし、サーベイ結果の悪化続く

投資家は企業のバランスシートの強さに注目しており、景気後退の可能性高まる

1. CEOによる経済見通しは景気後退の領域に入りつつあり、1970年代後半以来の低水準となっており、景況感は金融危機以来の低水準。ブルームバーグ・エコノミクスによる予測モデルの新たな結果によると、米国が2023年に景気後退入りする可能性は100%。

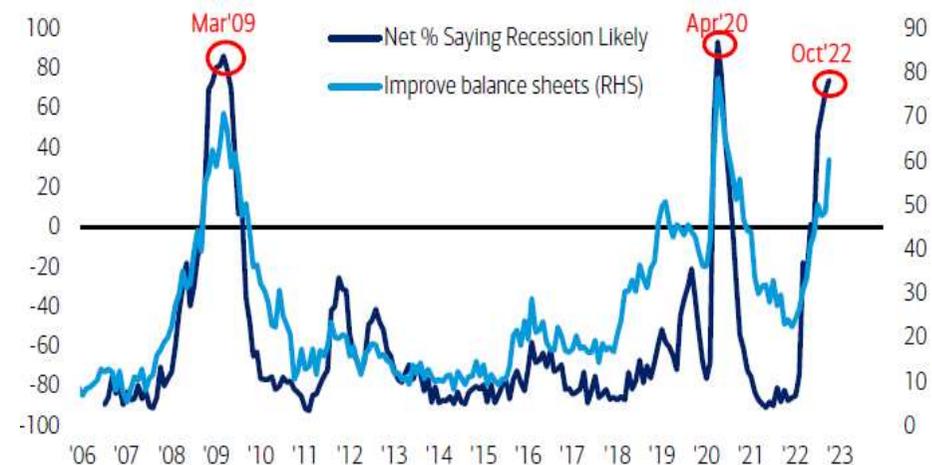
2. ネットベースで投資家の74%が2023年の世界的な景気後退入りの可能性を見込んでおり、これは2020年5月以来の高い水準。また、CIOの60%は企業に対してバランスシートの改善を求めているが、これは2020年7月以来の水準であり、設備投資の増加（17%）や自社株買い（17%）を求める割合を上回っている。

10-12月期に向けてのCEOの経済見通し



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Whitephone, Oct 2022

景気後退を見込む割合とバランスシート改善を求める割合



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Oct 2022

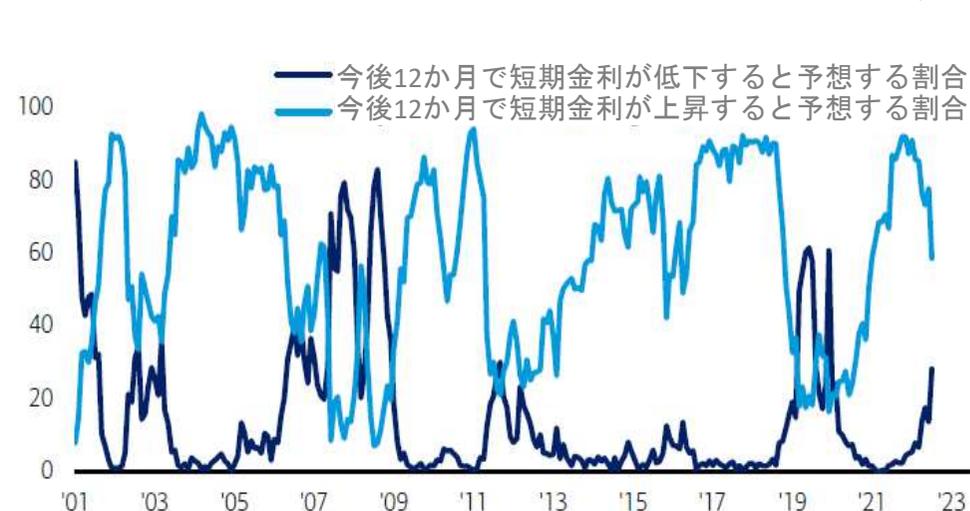
FRBの金融政策「転換」に関するファンドマネージャーの見方（今後12カ月間）

待機状態のキャッシュは10年来の高水準に到達

1. 今後12カ月に短期金利が低下すると予想する投資家の割合は、9月の14%から10月には28%と急激に上昇。逆に、短期金利が上昇すると予想する割合は、1、2月の92%から10月の59%（9月は78%）と低下傾向。

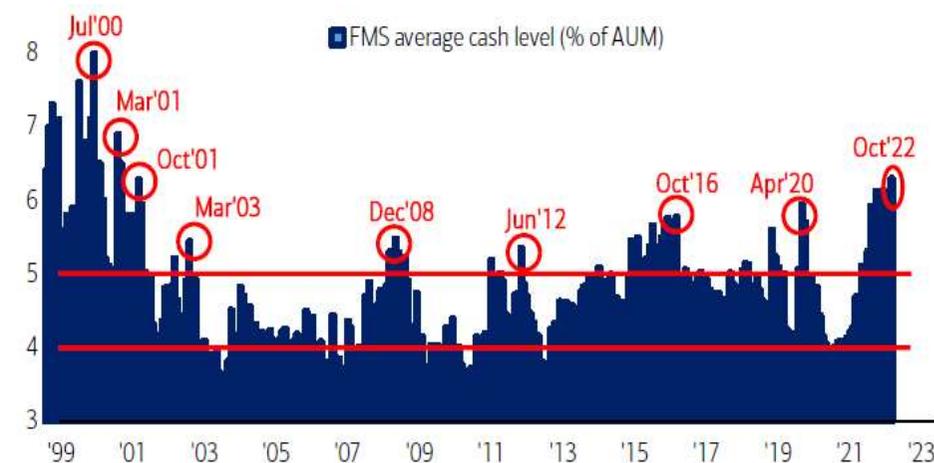
2. 投資家の平均キャッシュ水準は、9月の6.1%から10月には6.3%に上昇しており、これは2001年4月以来の高水準。このため、投資家がキャッシュを投入した場合、市場の反発は大きなものに。

今後12カ月の短期金利の低下・上昇予想の割合（ネット）



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Oct 2022

ファンドマネージャーの平均キャッシュバランス



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Oct 2022

ユーロ圏の短期的な経済活動の回復力が一巡し、成長は失速へ

ユーロ圏のインフレは根強く、実体経済は厳しい状況

1. 経済活動の減速と天然ガス供給ショックにより、景気後退入りする時期が早まる可能性が高いと思われる。GDP成長率は今年後半に1.6%悪化し、2022年通年では+3%になると予測。10-12月期までの景気後退入りを見込む。

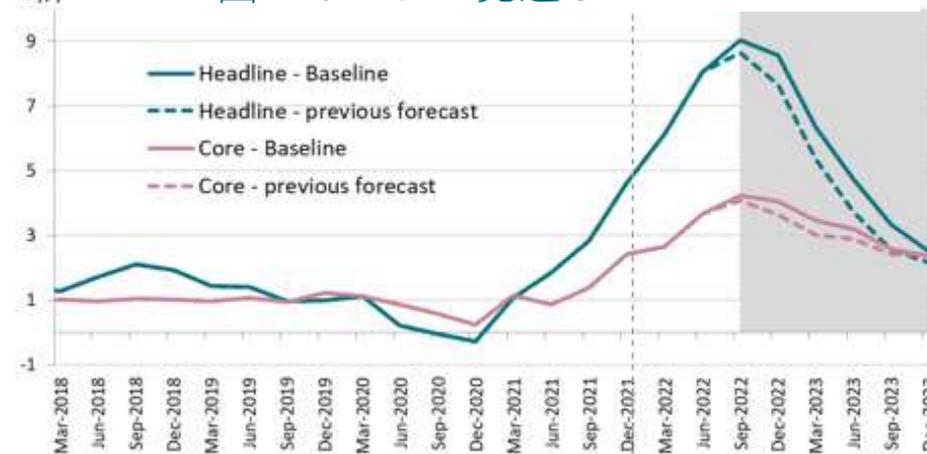
2. ヘッドラインインフレ率は、8月に9.1%（前年比）、9月に10.0%に達し、コアインフレ率はそれぞれ4.3%と4.8%。インフレ率が「あまりにも高く、長期間にわたりターゲットの水準を上回って推移する」との懸念から、ECBは10月に預金金利をさらに75bps引き上げ1.5%とした。当社は12月にさらに+50bps、2月に+25bps引き上げ、預金金利は2.25%に達すると予測。

欧州委員会サーベイは景況悪化を示唆



source: European Commission, AXA IM Research, Oct 2022

ユーロ圏のインフレ見通し



Source: Eurostat, AXA IM Research, Sept 2022

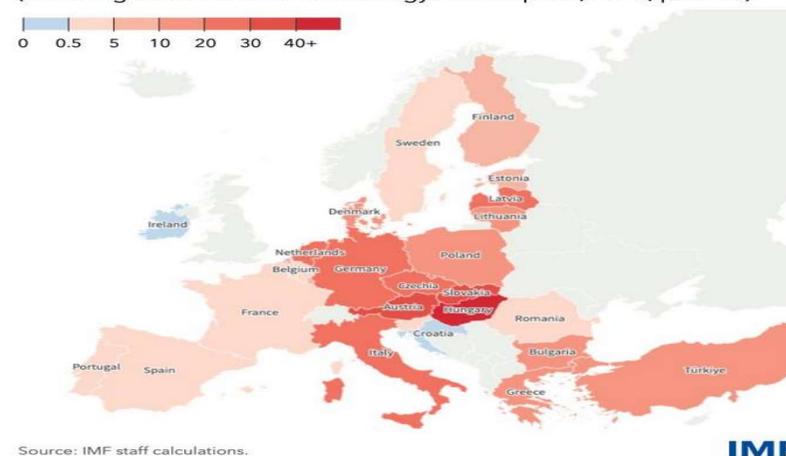
ロシアは欧州への天然ガス供給を停止 欧州全域のガス貯蔵施設はほぼフル稼働

1. ウクライナ侵攻前は、欧州のエネルギー（年間50bcm: 約3,650万トン）のうち50%をロシアから調達。ロシアに対するエネルギー禁輸措置は、石油と石炭であり天然ガスではなかった。しかし、ロシアは欧州へのガス供給を削減。これは、EUの経済と産業は脆弱であり、特にドイツは天然ガスの70%をロシアから調達していたため。

2. 欧州当局は、天然ガス消費量の削減（ドイツでは20%）、効率的なエネルギー貯蔵、需要の低減、配給整備など迅速な対応を実施。天然ガス価格は既に高値から50%下落。

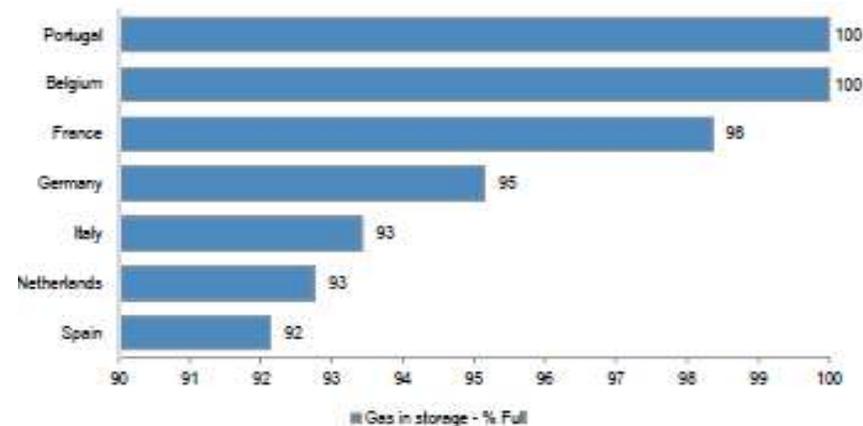
ロシア産天然ガスへの依存度

(Russian gas as a share of total energy consumption, 2020, percent)



Source: European Commission, AXA IM Research, Oct 2022

欧州諸国のガス貯蔵の割合 (%)



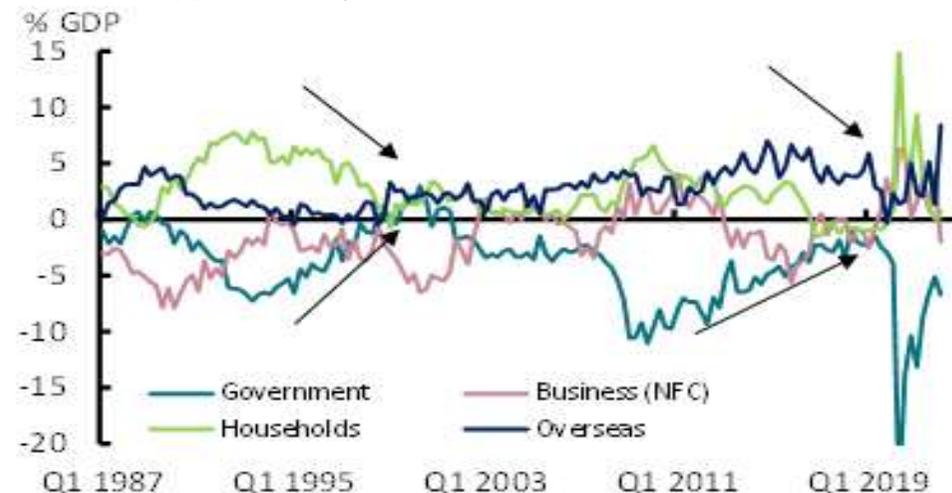
Source: J.P. Morgan. Commodities research, Oct 2022

英「トラスノミクス」の終焉：ポンド安、金利上昇、双子の赤字、依然としてタイトな労働市場

成長減速と物価上昇圧力の拡大により、経済見通しは依然として脆弱

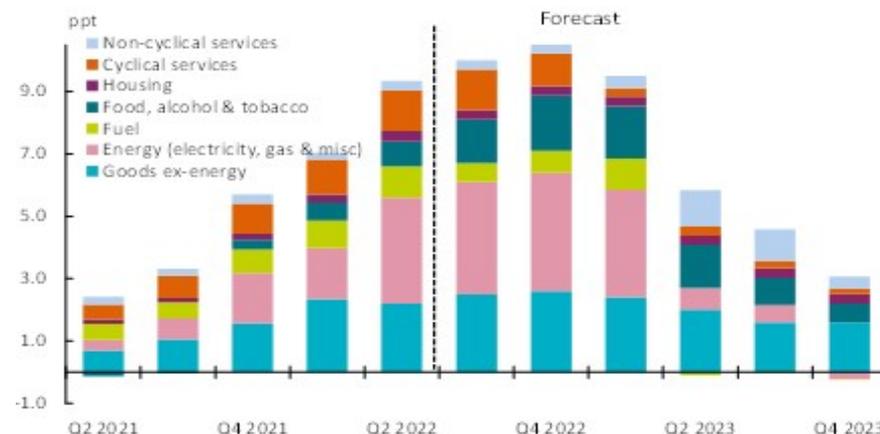
- 1. 英国政府の巨額な財政赤字は、現在利回り急上昇の影響を受けている。**パンデミックによる財政刺激策により、家計は2,000億ポンド（可処分所得の13%）の過剰貯蓄を抱えており、インフレと住宅ローンの金利上昇のリスクにさらされている。経常赤字は、より多くの外国企業が英国の資産を保有することになったため、対外黒字によって増幅。
- 2. 当社の予測では、英国の経済成長率は2022年は4.2%、2023年には-0.7%になると見込んでいる。**家庭向けエネルギー価格上限の設定期間が6カ月間に短縮されたため、2023年のインフレ率はさらに高くなる可能性がある。当社のメインシナリオでは、今年と来年のインフレ率は、それぞれ平均9.0%と5.6%になると予測。

セクター別の収支状況



Source: National Statistics, AXA IM Research, Oct 2022

食糧とエネルギー価格が高インフレを牽引



Source: National Statistics, AXA IM Research, October 2022

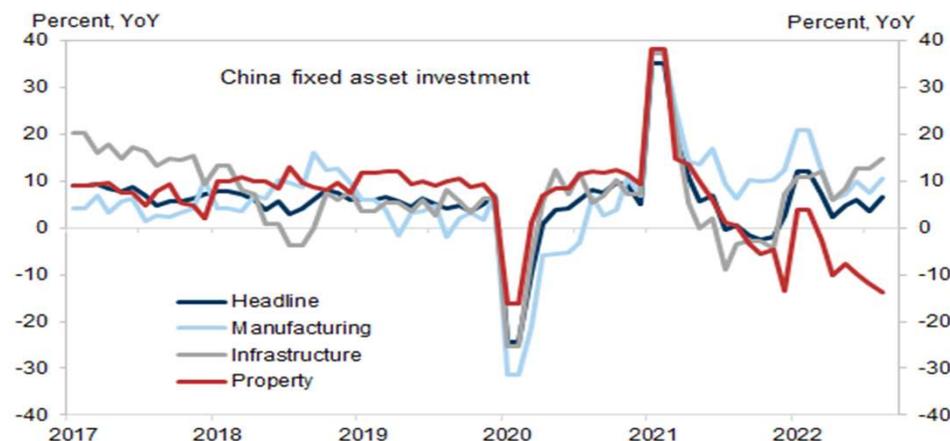
ゼロコロナ政策変更への期待に伴う中国のプラグマティズム、継続性、リバランス

コロナ規制は緩和されつつあるものの、依然として強い成長回復への大きな障害に

1. 第20回中国共産党大会では、ゼロコロナ政策の転換は示唆されず、今後は段階的な政策緩和と支援継続が期待される。8月以降に発表された新たな政策措置だけでも、金利引き下げや不動産支援に加えて、累計で2兆元、GDPの1.8%に相当。インフラ投資のうち、特に新規のものについては、2021年の前年比0.4%増に対して7.7%増が予想。

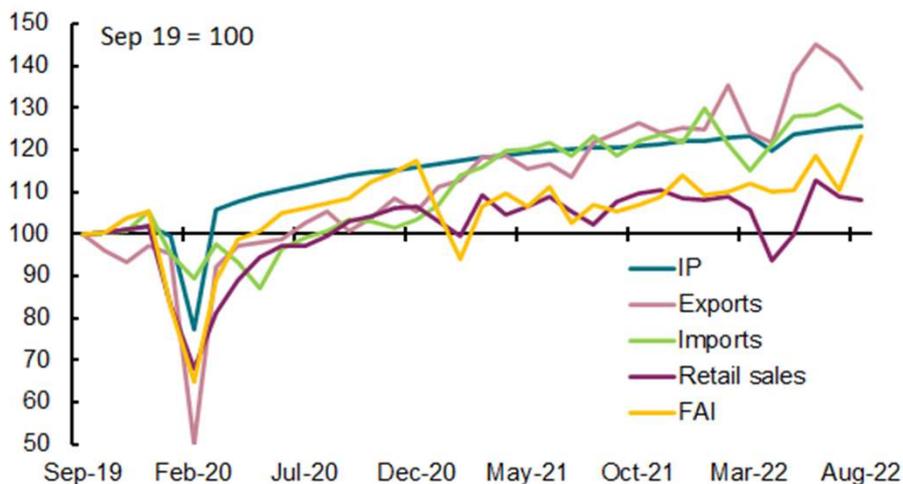
2. 工業生産と、不動産以外の投資が回復している一方、サービス、個人消費、輸出はロックダウンでマイナスの影響を受けている。今年の経済成長率は3%と当社は予測。2023年は厳格なコロナ規制が緩和されることを前提に、成長率は5.2%と見込んでいる。

中国の固定資産投資の推移



Source: CEIC, Goldman Sachs Global Investment Research, Sept 2022

経済活動水準の変化（コロナ前との比較）



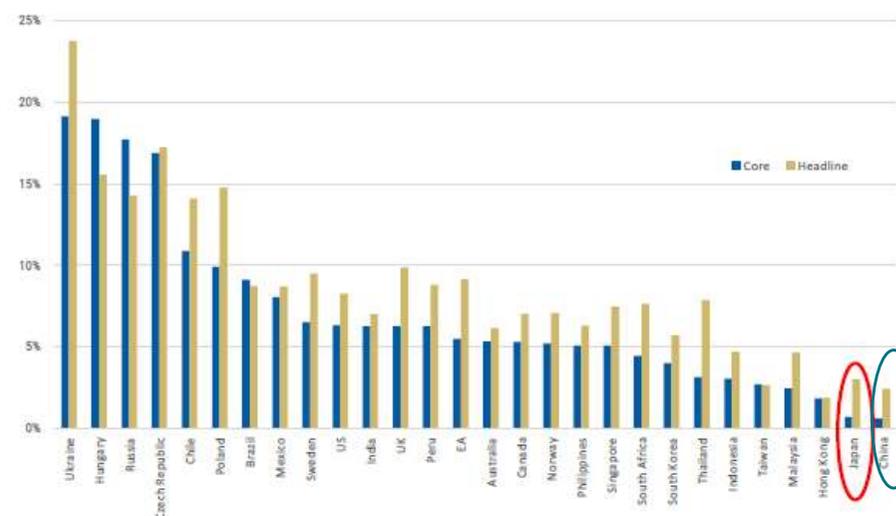
Source: CEIC, AXA IM Research, Sep 22

欧米諸国の成長減速に対して、中国がカウンターシクリカルである可能性

中国のマネーサプライは既に上昇に転じており、金融政策の伝達メカニズムが損なわれている

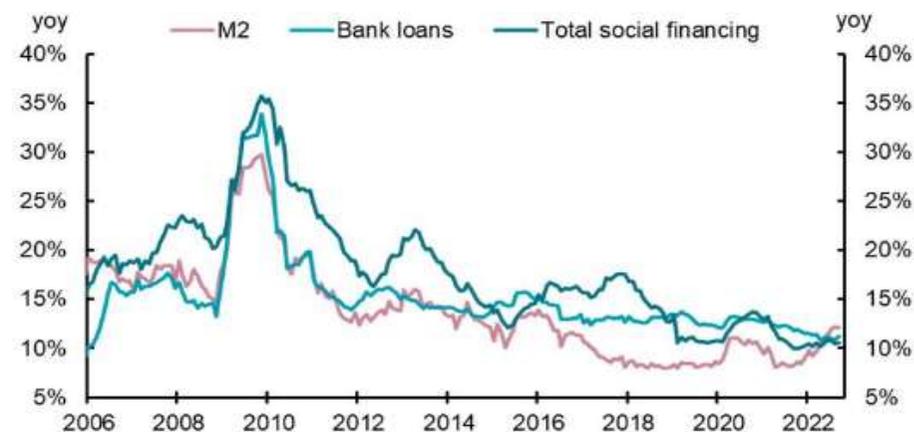
1. **中国のコアCPIは低調で、前年同月比で1%を下回っており、金融緩和の余地がある。金融政策の乖離（特に米国に対して）と通貨安は検討材料。**

日本と中国のCPIインフレ率は世界最低水準



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research, Oct 2022

中国のM2マネーサプライ



Source: AXA IM Research, Bloomberg Finance L.P., Oct 2022

2. **中国のマネーサプライは既に上昇に転じたと言える。金融政策の伝達メカニズムは、ゼロコロナ政策やロックダウンにより損なわれている。**

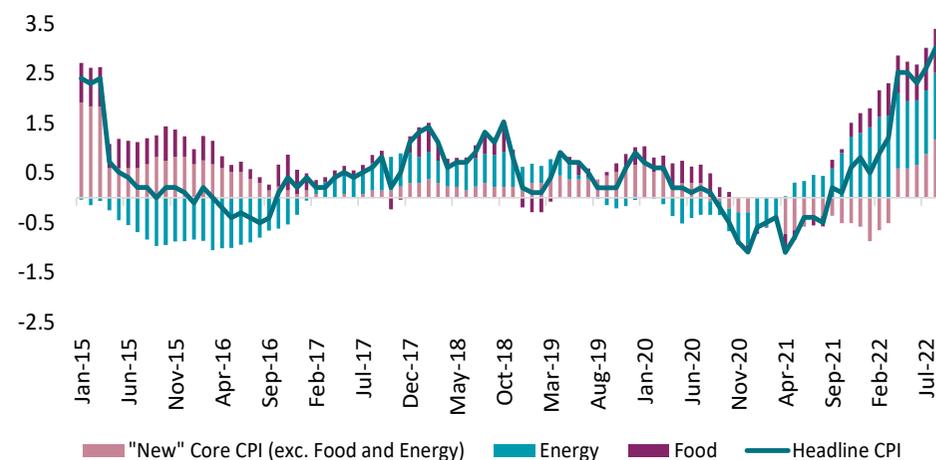
インフレ圧力に拍車をかける円安

貿易収支は円安で大幅な赤字

1. 9月のインフレ率は、食料品、宿泊施設、輸入品の価格上昇により3%に上昇。日本銀行は、金利調整を検討する前に、物価と賃金上昇率の安定性を確認する必要がある。

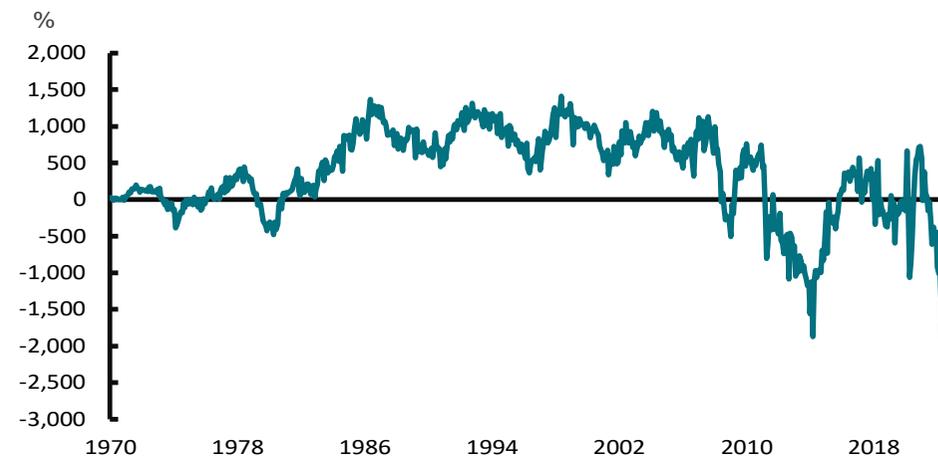
2. エネルギー輸入コストが大きな負担となっている。輸出の増加によりこの傾向が逆転し始めるかもしれないが、世界需要の減速により、赤字は今後数カ月間高水準となりそう。日本銀行は、引き続き金融政策の転換による円安への対応を否定している。

日本の消費者物価指数の推移



Source: Refinitiv, AXA IM Research, Oct 22

日本の貿易収支は2兆円の赤字



Source: Refinitiv, AXA IM Research, Oct 22

地域や国によって異なる新興国の状況

FRBとの戦い

1. **新興国の状況は地域や国によって傾向が異なる。** コモディティ輸出国の経済は、これまでの商品価格の高騰から良好な状況にあるが、石油輸入国や製造業主体の経済を苦しめている。

2. **ドル高により、新興国の対外債務に対する不透明感が広がっており、また輸入国のインフレ圧力が高まっている。** 一部の国による為替介入は準備金の枯渇を招いている。新興国が考慮すべきもう一つの側面は、資本流出を抑制するために、外国人投資家に十分な利回りを提供すること。

新興国の地域別経常収支 (%)



Source: AXA IM Research, Sept 2022

米国に対する新興国の推移（除く中国・トルコ）



Source: Datastream, AXA IM Research, Sept 2022

投資に関する インプリケーション

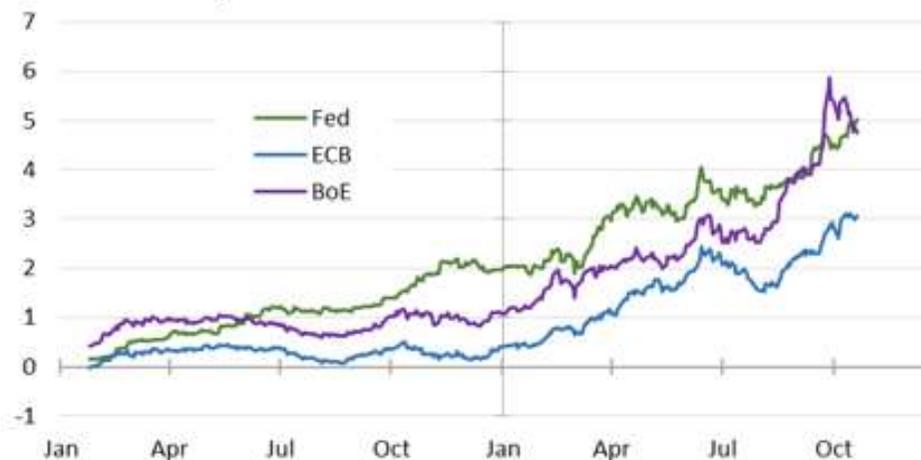
金利上昇にピークアウトの兆し

堅調なファンダメンタルズと借り換え金利上昇を通じた政策的な逆風との綱引き

1. クレジット市場は、2023年に投資家にとってより良い結果をもたらすための橋渡しを始める過程にある可能性がある。当社は、FRBは11月の会合後に引き締めペースを落とし、来年初めに4.75%まで引き上げた後に一旦停止するとの見方を維持。

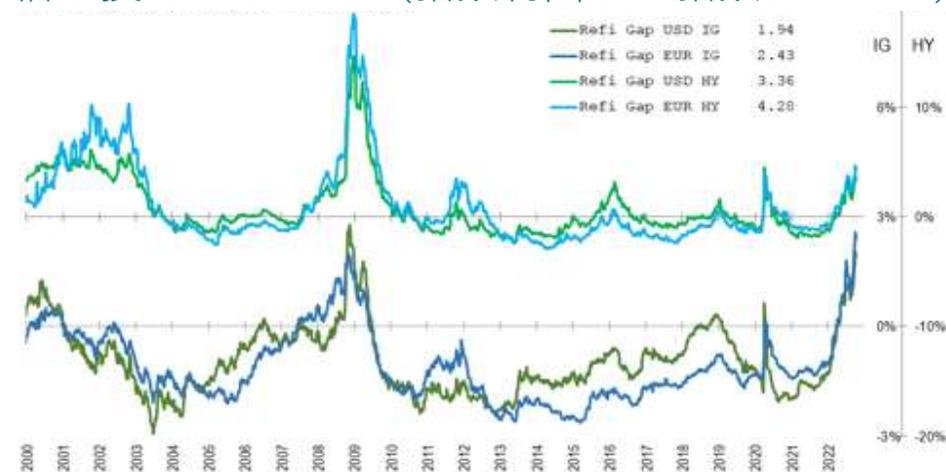
2. 借り換えギャップは、ハイイールド債市場では世界金融危機後の最高水準に、投資適格債市場では過去最高水準に上昇。ユーロ建て投資適格債市場では、借り換えギャップが2.43%となり、20年以上にわたるIG指数の歴史の中で最も高い水準となった。米ドル建て投資適格債市場では、現在は2.05%と金融危機時のピーク（2.78%）を73bps下回っている。

市場の金利見通し



Source: Bloomberg, ICE, AXA IM Research Oct 2022

借り換えギャップ（指数利回り - 指数クーポン）



Source: Bloomberg, ICE and AXA IM Research, Oct 2022

債券市場における利回り追求が復活

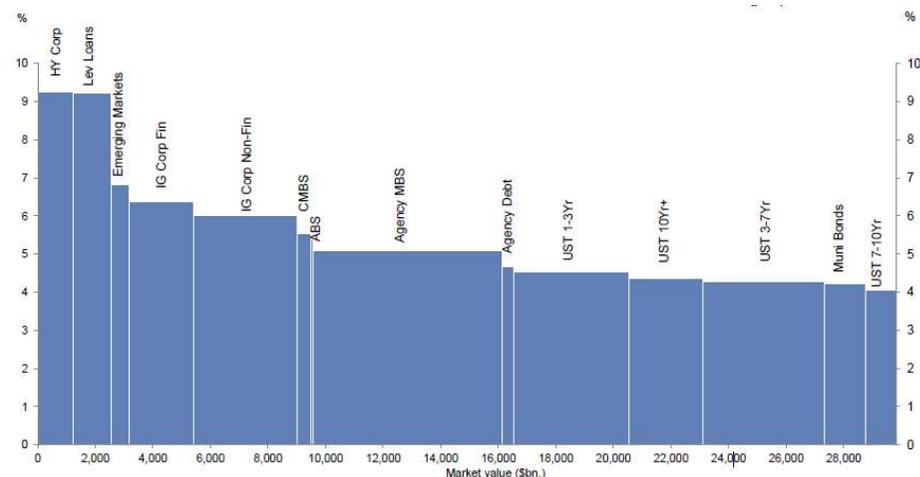
利回り確保において居住地が重要に … ヘッジコストが投資家の資金フローをさらに左右へ

1. 世界のマイナス利回り債務は、2020年12月の約18.4兆ドルをピークに大幅に縮小。現在、社債はすべてプラス利回りに。投資家は、デュレーション、流動性、信用リスクをあまり取ることなく、魅力的な利回りの追求ができる。

2. 米ドルの調達コストの上昇より、一部の外国人投資家において米ドル社債の投資妙味が低下。米ドル債に対する日本円ベースの需要は、第2四半期末に1,000億ドルを超える純減となった。ユーロ債に対する日本円ベースの需要はほぼ横ばい*で、過去2年間とほぼ同じ水準で推移。

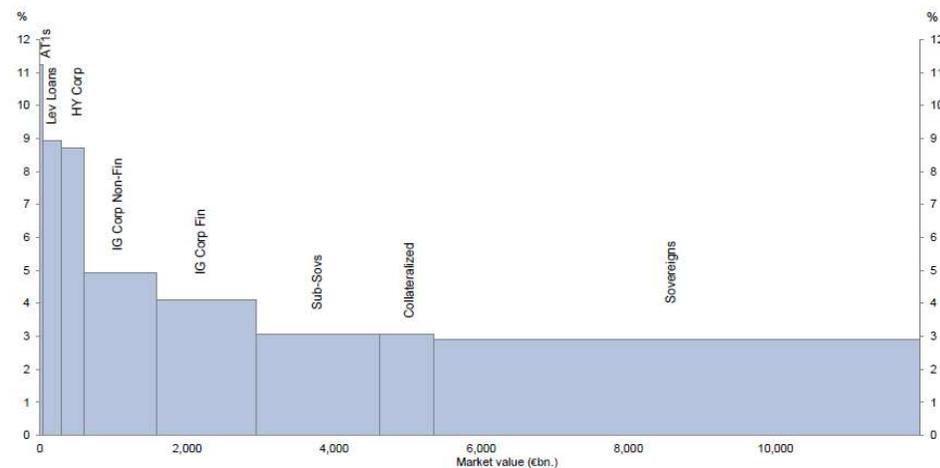
* Source: Japan Ministry of Finance, Haver Analytics, Goldman Sachs, Q2.

米ドル建て債券 平均利回り vs 時価総額



Source: Bloomberg, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

ユーロ建て債券 平均利回り vs 時価総額



Source: Bloomberg, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

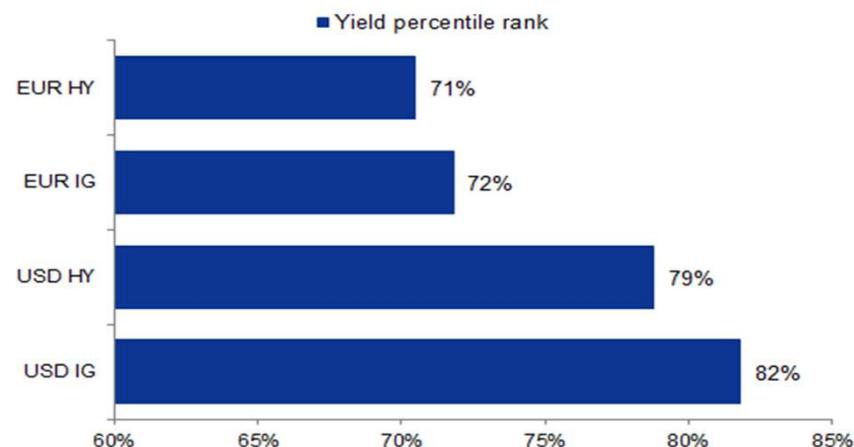
利回りサポート水準は劇的に改善 … 米国クレジットにおいて顕著

スプレッドベースでは、マクロ的な背景を考慮するとユーロ投資適格債の水準は十分にワイド化

1. 米国の利上げサイクルを考慮すると、米ドル市場における利回りサポートに顕著な改善が見られる。米ドル建て投資適格債およびハイイールド債利回りは、それぞれ82および79パーセンタイル順位にある。ユーロ建て投資適格債およびハイイールド債利回りは、それぞれ72および71パーセンタイル順位。

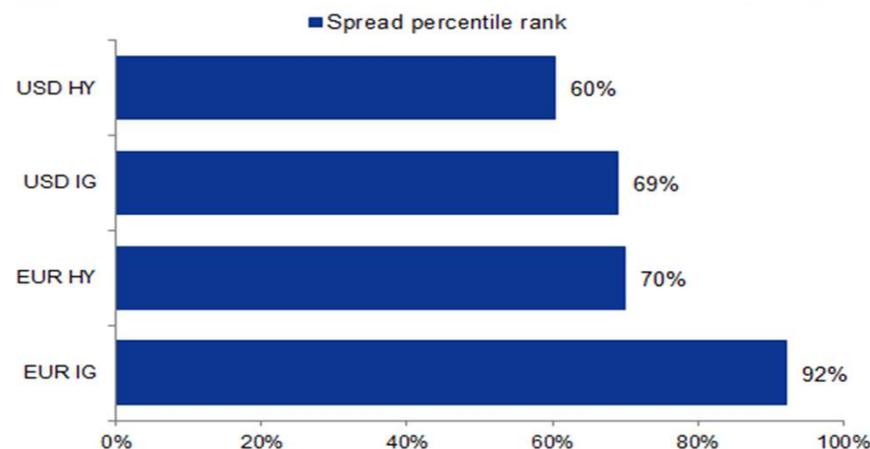
2. ユーロ建て投資適格債市場では、スプレッドはコロナ危機時のピーク水準よりも拡大し、すでに景気後退を織り込んでいる。米国社債では、現在のマクロ環境を考慮すると、リスクプレミアムはさらに調整が加わる余地があると見ている。ユーロの投資適格債およびハイイールド債のスプレッドは92および70パーセンタイル順位にある。米ドルの投資適格債およびハイイールド債のスプレッドは69および60パーセンタイル順位。

社債利回りのパーセンタイル順位（20年超）



Note: Percentile ranks are calculated using daily history going back to August 2000.
Source: Bloomberg, iBoxx, ICE-BAML, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

社債スプレッドのパーセンタイル順位（20年超）



Source: Bloomberg, iBoxx, ICE-BAML, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

超過スプレッドは欧州クレジットが米国クレジットより大幅に割安であることを示唆
 格付とデュレーションを調整した相対価値で見るとはるかに割安

1. 天然ガス価格の下落、魅力的なバリュエーション、インフレ鎮静化の兆しを考慮すると、当社はユーロ適格社債に楽観的な見方を取っている。10月のガス価格の下落は、企業や財政にとって非常にポジティブ。

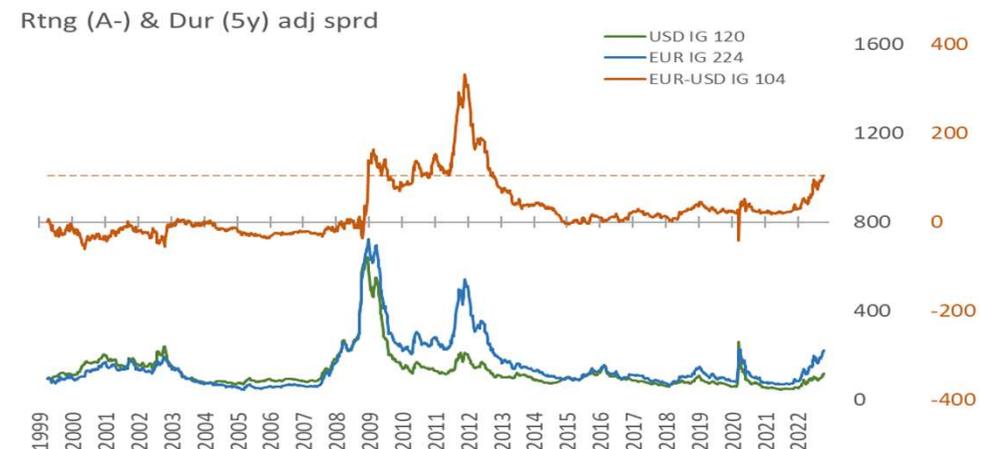
2. 多くの材料はすでに価格に反映されており、現在のスプレッドはさらなるボラティリティの高まりに対して十分なクッションに。バリューは無視できなくなりつつあり、ガス価格は逆風が弱まり、世界的なインフレも沈静化し始めている。

超過スプレッド、デュレーション4年相当 (bps)



Source: Bloomberg, ICE and AXA IM Research, Oct 2022

格付A-、デュレーション5年の調整スプレッド



Source: Bloomberg, iBoxx, ICE-BAML, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

欧州企業のレバレッジは増加したが、景気後退の水準には程遠い

欧州企業はキャッシュリッチで債務返済能力は強固

1. セクター別では、エネルギー、基礎産業、レジャー、メディアなど一部のシクリカルセクターがパンデミック後にレバレッジを低下させている。ディフェンシブセクターでは、ヘルスケアが一連のM&Aによりレバレッジが上昇。不動産と公益事業が最もレバレッジの高いセクター。

2. 企業のキャッシュバランスは、過去最高に近い5,150億ユーロ*を維持。債務返済能力は堅調に維持し、インタレスト・カバレッジ・レシオは高水準（約10倍）。今後数四半期のうちに借入コストの上昇に伴い、比率は悪化する見込み。

Source: JP Morgan Research, Sept 2022

ユーロIG企業のEBITDAに対する純負債比率



Source: Bloomberg, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

ユーロIG企業のインタレスト・カバレッジ・レシオ



Source: Bloomberg, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

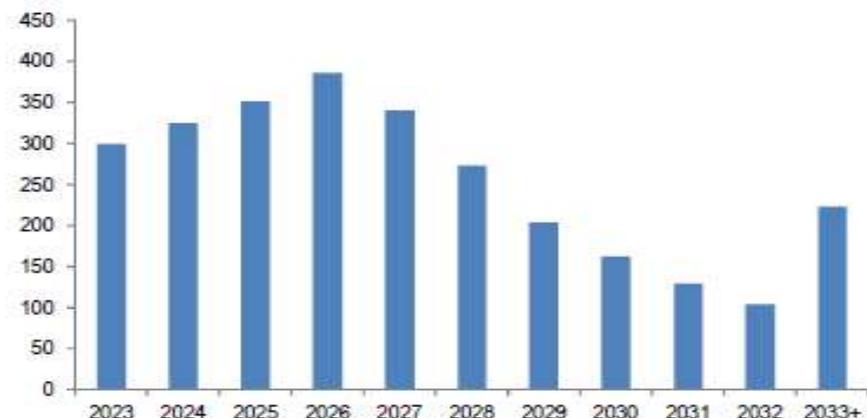
償還期間が最も短いセクターで最も大きな借り換えの影響

しかし、マクロレベルでの影響は鈍い…そして、企業は銀行融資を利用可能

1. 2023年から2027年にかけて、3,000億ユーロ以上の高格付け債券が満期を迎える。ユーロ・クレジット市場の平均満期は、投資適格債が5年、ハイイールド債が4年。固定金利の負債は借り換えが必要になるまで影響を受けない。平均償還期間が最も短いセクターは、自動車、資源、小売り。

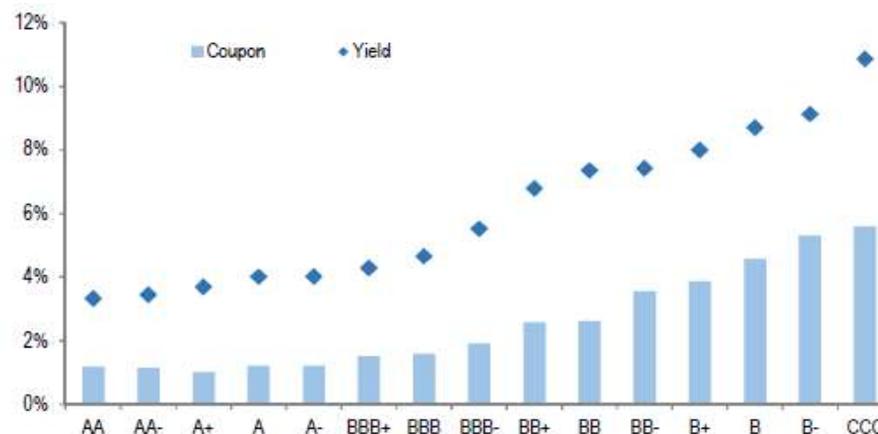
2. 現在の市場価格では、多くの発行体は負債コストが2倍以上に。マクロレベルでの効果は緩やかだが、平均的な高格付け債のクーポンの上昇幅は2年間で65bpsに過ぎない。ユーロ圏の企業はTLTRO支援を受けられる銀行融資に借り換えをシフト。

ユーロ投資適格債の満期スケジュール（単位：10億ユーロ）



Source: J.P. Morgan, MARKIT Group, Oct 2022

ユーロ社債クーポンと期中利回り



Source: J.P. Morgan, MARKIT Group, Oct 2022

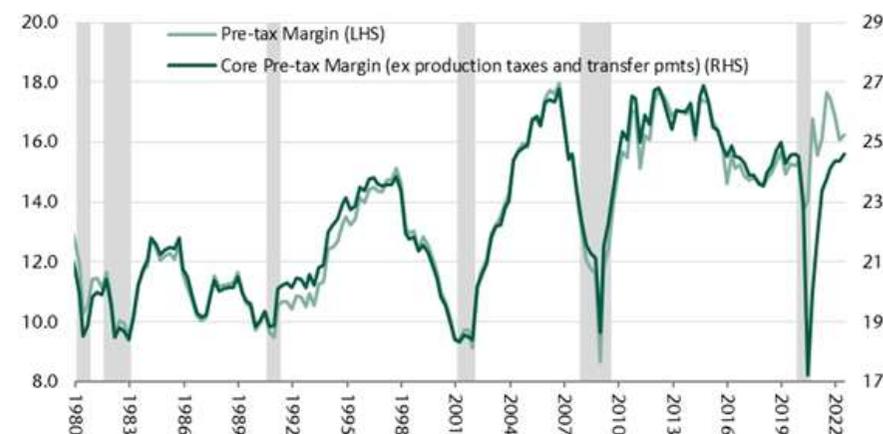
米国企業の利益率は健全な状態で推移

… 企業の資金調達への圧力、ひいては企業の利益率への圧力はそれほど悪化しない可能性

1. 7-9月期決算を発表した約70%の企業の平均増収率は11%、増益率は4%。米国投資適格企業の利益率の中央値は3四半期連続で低下しており、パンデミック時に得たファンダメンタルズの強さの一部を取り崩している。**ハイイールド格企業の純利益率の中央値は、2020年末以降、四半期毎に上昇。**

2. 債券利回りは今後数四半期、ここから大きく上昇することはないと当社は考えている。この見通しが現実的なものになれば、企業の資金調達、ひいては企業の利益率に対する圧力は、これ以上悪化しないかもしれない。

米IGおよびHY企業の利益率



Source: Haver, JEF Economics, July 2022

米国企業の利益率と米国10年国債利回り



Source: BEA, Bloomberg Finance L.P, Oct 2022

強靱な米国企業のファンダメンタルズ

金利上昇にも関わらず、債務返済能力は依然として高い

1. 米国投資適格企業のEBITDAに対する純負債比率は若干増加しているが、ハイイールド格企業では依然悪化が続いている。
2. 米ドル建てクレジット、特にハイイールド債のインタレスト・カバレッジ・レシオは、景気後退の水準からは程遠く、ハイイールド債発行体は投資適格債発行体よりも保守的にバランスシートを管理。

米国IG・HYのEBITDAに対する純負債比率



Source: Bloomberg, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

米国IG・HYのインタレスト・カバレッジ・レシオ



Source: Bloomberg, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Oct 2022

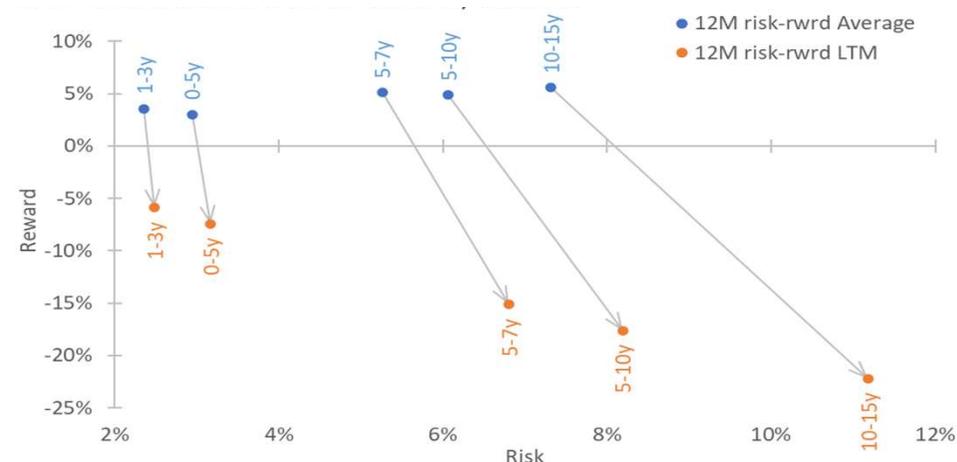
リターンとボラティリティが相対的に低い短期セグメント

歴史的に優れたシャープ・レシオ

1. 歴史的にみてフラットなイールドカーブに鑑みると、キャリアの観点では短期デュレーションセグメントに投資妙味。しかし、スプレッドがタイト化する局面においてはスプレッド・デュレーションの短さによりパフォーマンスが劣後する可能性がある点には注意が必要。

2. また、市場に大きなショックがあった場合に、スプレッドカーブのフラット化、逆イールド化も考慮する必要がある。

米ドル建IG債における満期別リスク・リワード



Source: Bloomberg, AXA IM Research calculations, Oct 2022

米ドル建IG債のシャープ・レシオ



Source: Bloomberg, AXA IM Research calculations, Oct 2022

市場コンセンサスの成長見通しから乖離している1株あたり利益予想

高インフレと低調な経済成長は株式にとって良い材料ではない

1. PMI指数は米国とユーロ圏で悪化傾向にあり、消費者の景況感はこの数年で最も低い水準にある。欧州では1株あたり利益の修正はプラス方向にあるが、これは恐らく通貨の影響と考えられる。収益が本格的に悪化するのは、利益率の低下や売上高の悪化が織り込まれる2023年半ば頃になると考えられる。

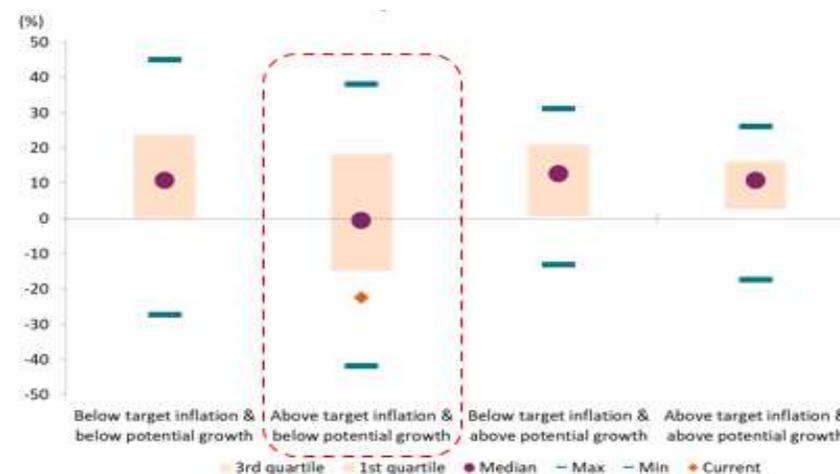
2. 米国株式市場の年初来パフォーマンスはマイナス22.5%となっており、最も悪い年となることを必ず意味しないものの、複数の逆風によりダウンサイドのサポートが難しくなっている。当社の見通しでも短期的な回復は見込んでおらず、2023年も高インフレ局面や低いGDP成長率が続くと考えている。

米国・ユーロ圏のEPS成長率及びグローバルPMIコンポジット



Source: IBES, J.P. Morgan, S&P Global, Oct 2022. Quarterly EPS, ex Energy projections for Q3 '22.

各マクロ環境におけるS&P500指数の絶対リターン



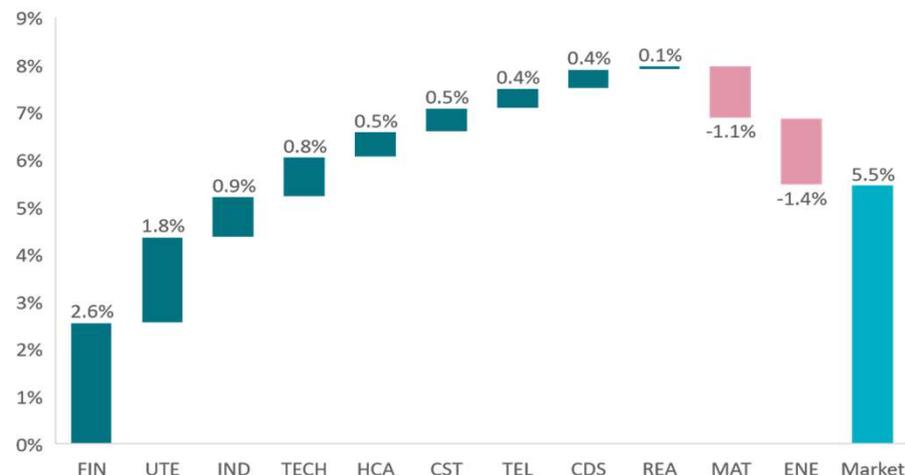
Source: S&P, ICE BAML, AXA IM Research since 1951, target inflation 2%, Oct 2022

過去10年にサポート材料となってきたものの多くが反転 価格決定力を維持している企業がより有利になる見通し

1. 低金利、低税率、安い労働力、地政学的な安定、好調なM&A市場といった環境からのシフトにより、金融セクターやヘルスケアセクターに追い風。一般消費財、資本財及び化学セクターでは収益の軟化を予想。

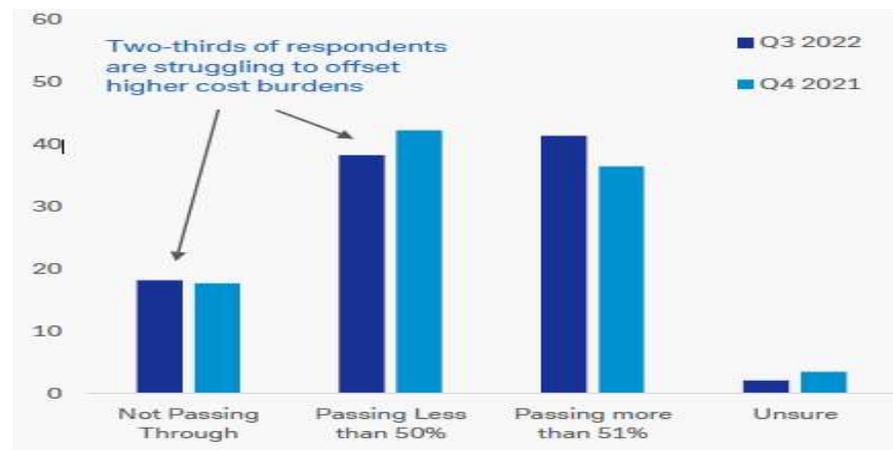
2. コスト上昇を消費者に転嫁したり生産性を改善出来る企業、またコストを削減できる企業やデフレ環境に対応した商品・サービスを開発出来る企業は、1株当たり利益の調整にうまく対応へ。

グローバル株式における2023年の利益成長寄与



Source: S&P, ICE BAML, AXA IM Research since 1963, Oct 2022

消費者への価格転嫁を行っているか否か



Source: Duke University, FRB Atlanta and FRB Richmond, The CFO Survey Q3 2022 (August 24 September 9, 2022), Deutsche Bank

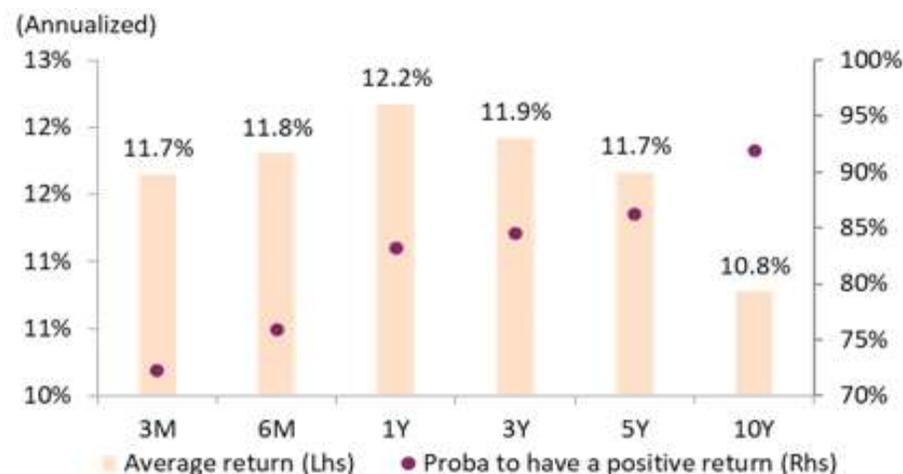
投資期間によっては株式は引き続き投資妙味のある資産

債券は利回り、トータルリターンの両方で徐々に投資妙味が増加

1. 1年を超える投資期間においては、株式のリターンがプラスとなる可能性は高く、80%以上の確率となっている。投資期間が長くなるにつれ、プラスリターンの可能性はより高くなる。

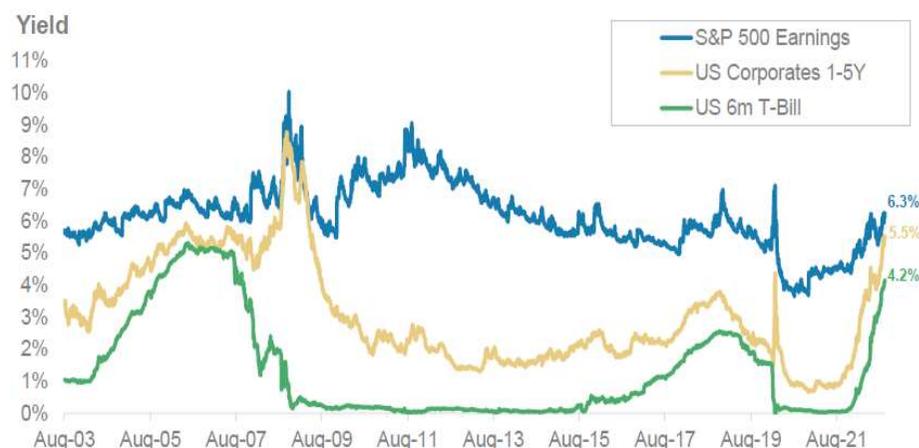
2. 相対的な観点では、より高い国債利回りとクレジット・スプレッドは、債券投資における大幅に高い総イールドを意味し、株式の益利回りとの差は急速に縮小。

投資期間別のS&P500指数の絶対リターン



Source: S&P, ICE BAML, AXA IM Research since 1963, Oct 2022

社債利回りと株式益利回りの比較



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research Oct 2022

当社のアセットアロケーションのスタンス

アセットクラス間およびアセットクラス内のポジショニング

アセットアロケーション			
主要アセットクラス			
株式	ネガティブ	ニュートラル	ニュートラル
債券	ニュートラル	ニュートラル	ポジティブ
コモディティ	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
キャッシュ	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル

株式			
先進国			
ユーロ圏	ネガティブ	ニュートラル	ニュートラル
英国	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
スイス	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
米国	ニュートラル	ニュートラル	ポジティブ
日本	ニュートラル	ニュートラル	ポジティブ
新興国及び株式セクター			
新興国	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
欧州シクリカル／バリュー	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
欧州金融	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
欧州自動車	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
米国金融セクター	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
米国ラッセル2000	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル

債券			
国債			
欧州コア	ニュートラル	ニュートラル	ポジティブ
欧州周縁国	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
英国	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
米国	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
インフレ連動債			
米国	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
欧州	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
クレジット			
欧州投資適格	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
米国投資適格	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
欧州ハイイールド	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
米国短期ハイイールド	ニュートラル	ニュートラル	ポジティブ
エマージング債券			
ハードカレンシー	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル

凡例

ネガティブ

ニュートラル

ポジティブ

変化

▲ 格上げ

▼ 格下げ

Source: AXA IM as at 26/10/2022

ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、アクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本書で提示された意見、推計および予測は主観的であり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

投資リスクおよび費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はお客様の負担となります。

アクサ・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16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、日本証券業協会

Ref-27960