

CORE CIO OFFICE 投資環境と見解

2024年10月



Chris Iggo
アクサ IM 資産運用研究所議長
アクサ IM コア CIO



Alessandro Tentori
アクサ IM コア 欧州 CIO



Ecaterina Bigos
アクサ IM コア アジア CIO

主要投資テーマ



金利引き下げへの期待が
債券を後押し



欧州テクノロジーセクターの中の
不均衡



人口知能 (AI) が強化する
アジア太平洋貿易の浮揚力

CIO オフィス：見解

Chris Iggo、アクサ IM コア CIO 金利低下予想による債券の値上がり

金利低下の予想は、9月の米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げにより実際に裏付けられる形になりましたが、最近の債券市場はこの予想が後押しして比較的良好なパフォーマンスを示しています。7～9月期における世界の国債市場や社債市場のリターンは過去10年間で最も高い水準となっています。一方、債券市場では今後の利下げについてかなり織り込んでいるため、債券利回りがさらに低下する余地はあまりないかもしれません。金利見通しがさらに低下するためには、景気後退リスクが高まるか、または、“中立”金利の水準がこれまで考えられていたよりもさらに低いという見方が必要と見えています。しかし、景気後退の兆候は今のところほとんど見られないため、これは説得力に欠ける見方と思われる。2025年末までに米国で3%以下、欧州で2%以下になるという政策金利に関する市場予測は、最も可能性が高いと思われるマクロ経済の

成果を反映していると考えています。

そのため、債券市場への投資はイールドカーブ（利回り曲線）のステープ（急勾配化）化戦略、すなわち満期まで期間が短い債券に焦点を当てるという戦略が最善であると考えます。これらは中央銀行の利下げの恩恵を受けると見えています。さらに、現在の利回り水準では社債も相対的に魅力があると思われます。キャッシュ金利は投資適格社債の平均利回りを下回る水準にまで低下しており、一方でハイイールド債券は相対的に高い利回りプレミアムを提供しています。社債のファンダメンタルズは比較的堅固であり、相対的に利回りの高いハイイールド債券への需要は依然として強いまです。利回りが上昇したとしても、債券の利回りにとって悪化を示す兆候ではないと見えています。

Alessandro Tentori、欧州 CIO

欧州株：収益は改善したが、リターンは依然として米国に劣る

欧州株式は、利益成長率が5四半期連続でマイナスとなった後、この4～6月期にプラスに転じました（左記グラフ）。そして、市場の各種データを見る限り、欧州株式市場に楽観的な見通しが示唆されていると思います。しかし、絶対的な利益成長率の大きさは依然として米国株式を下回っています。MSCI米国指数とMSCI EU指数の株価収益率のバリエーションの差が約10倍になっている要因は2つ考えられます。

まず、構造的な要因、すなわち、生産性の相対的な低さ、地域的な分断、欧州連合（EU）のプロジェクトにおける実施上の問題（銀行同盟など）が、欧州の潜在成長率を押し下げ続けていると考えます。国際通貨基金（IMF）は、長期的には米国が欧州のほぼ2倍の速さで成長すると予測しています。¹

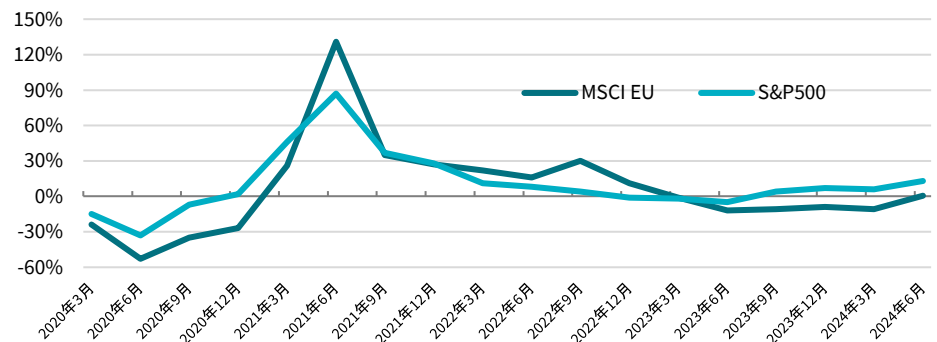
第2に、セクターの違いがあります。主要指数のセクター構成の推移をみると、欧州は情報技術などのセクターで遅れをとっていると思われます。約20年前、このセクターはS&P500の16%を占め、EuroStoxx600では4%でした。2023年末には、S&P500では

29%まで増加しましたが、EuroStoxx600では7%に留まりました。しかし、2004年以降、工業およびヘルスケアの比率がEUで高まっています。

今後、AIに基づくテクノロジーが主流になるとすれば、欧州の産業構造は、長期的な

マクロ経済と期待されるパフォーマンスの両面において重要な要因となる可能性があると考えています。これは、マリオ・ドラギ前欧州中央銀行（ECB）総裁がEUの競争力に関してまとめた最近の報告書²で強調された重要な課題です。

1株当たり利益の成長：米国対EU



出所：ブルームバーグ、2024年9月13日現在

参照している指数について：MSCI 米国指数、及びMSCI EU指数：MSCI社が公表している米国株式市場、及び、欧州株式市場の値動きを示す時価総額加重平均型指数です。S&P500指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス社が算出する米国の500銘柄の値動きの平均を示す時価総額加重平均型株価指数です。EuroStoxx600：STOXX社が算出・公表している欧州先進国における株式市場の流動性の高い600銘柄の値動きの平均を示す時価総額加重平均型株価指数です。記載する指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

出所：MSCI、STOXX、S&P、ブルームバーグ、2024年9月現在

1： [How to Awaken Europe's Private Sector and Boost Economic Growth](#) 2： [EU competitiveness: Looking ahead](#)

Ecaterina Bigos、アジアCIO

アジア太平洋地域の製造業はAIの力で持ちこたえている

人工知能（AI）への期待が急拡大することに対する懸念にもかかわらず、米国の資本財輸入は、産業用機械、コンピュータ、コンピュータ周辺機器、半導体を牽引役として、過去1年間堅調さを維持しました。これは、AI関連投資と2022年CHIPS法の後押しによるものと考えられます。一方、消費財の輸入は新型コロナウイルスのパンデミック前の水準にまでほぼ回復しています。

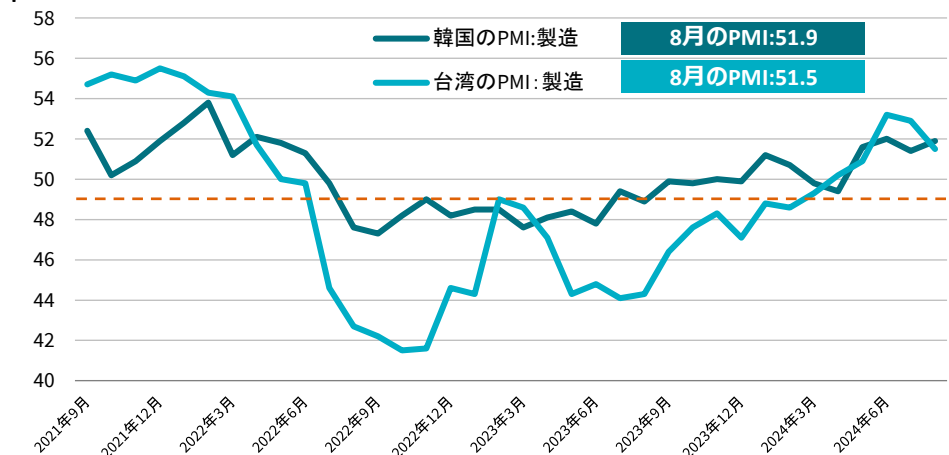
このテクノロジーへの積極的な投資が、アジアのハイテク貿易を支えています。投資サイクルの初期に最も恩恵を受けたのは、インフラ企業、ストレージプロバイダー、チップメーカーといったイネーブラー（様々な機能や機器が効果を発揮するための基盤技術）でした。アジア（日本を除く）は、半導体およびハードウェアのサプライチェーンを中心に、主要地域の中でイネーブラー企業のシェアが最も高くなっています。台湾とそれに続く韓国は、市場のリーダーであり、業界の先駆者です。

台湾の2024年9月までのチップ輸出額は前年同期比で89.8%増と大幅な伸びを記録

しました。一方、韓国の同期間の伸び率は44%に留まりました。これにより、世界的な成長鈍化にもかかわらず、両国の製造業購買担当者指数（PMI）は比較的堅調に推移しています。推進要因は間違いなく

狭く、需要が低迷すれば成長軌道から外れる可能性があります。多くの企業がAIへの過剰投資よりも過少投資の方が大きなりiskと考えている現状では、この投資サイクルはまだしばらく続くと思われます。

1製造業購買担当者指数（PMI）：韓国と台湾



出所：ブルームバーグ、2024年9月現在

参照している指数について：製造業購買担当者指数（PMI）は、S&Pグローバルが月次で公表する、企業経営者を対象とした月次調査に基づいて世界経済の健全性を示す指標です。記載する指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

出所：米国商務省、アクサ・インベストメント・マネージャーズ・グループ、ブルームバーグ、2024年9月現在

資産クラス別概要

表明された見解は、資産クラスのリターンおよびリスクに関する CIO チームの予想を反映しています。
各色は長期的に観測される動向と比較した今後3～6か月のリターンの見通しを示しています。

ポジティブ

ニュートラル

ネガティブ

CIOチームの見解は、アクサIMグループのマクロリサーチチームおよび運用チームの見解に基づいており、資産配分を含む投資に関する推奨や助言を意図したものではありません。

金利	金融緩和サイクルは本格化しているが、すでに多くのことが織り込まれていると見ている
米国債	市場では2025年での比較的大幅な利下げが織り込まれている
ユーロ — 中核国	市場ではECBの利下げが織り込まれているため、現時点では割安感がほとんどないと思われる
ユーロ — 周辺国	ドイツ国債よりも高い実質利回りおよび投資機会を提供できると見ている
英国債	市場では、金利引き下げは完全に織り込み済みであり、市場は政府の財政計画待ちの状況と見ている
日本国債	日銀の政策正常化の道筋に対する不確実性があり、円は依然として不安定な状況にあると見ている
インフレ連動債	市場の水準は、米大統領選挙後のインフレショックの可能性をまだ織り込んでいないと思われる
クレジット	国債に比べて投資妙味があり、この資産クラスが超過収益に貢献可能性が増加していると見ている
米ドル投資適格債	比較的大幅な景気悪化がない限り、堅調を維持すると見ている
ユーロ投資適格債	回復力のある成長と金利低下が、この資産クラスのインカムの魅力を引き立てると見ている
英ポンド投資適格債	成長率の改善と金利引き下げの期待が、リターンを下支えしていると見ている
米ドルハイイールド	インフレの無い経済成長という状況は支援材料であり、企業のファンダメンタルズと資金調達は依然として堅調と見ている
ユーロハイイールド	堅調なファンダメンタルズと需給、ECBの利下げがトータルリターンを支えると考えている
新興国ハードカレシー	米国の利下げ開始により、比較的格付けの高い投資ユニバースに比較的投资妙味が高いと見ている
株式	ソフトランディングの状況が今年末まで株価を支えると見ている
米国	金利低下によって企業業績への信頼性が維持できると見ている
欧州	予想を上回る経済データや企業業績とともに、バリュエーションも相対的に投資妙味があると見ている
英国	バリュエーションは相対的に魅力的であり、経済のモメンタム（勢い）も好調と見ている
日本	半導体成長による恩恵を受けており、改革と金融政策は幅広いパフォーマンスに焦点を当てていると見ている
中国	政策が景気回復をもたらしていない中、市場センチメントは悪化していると思われる
投資テーマ*	テクノロジーとオートメーションへの継続的な設備投資が相対的なパフォーマンス向上を支えると見ている

* アクサIMグループでは、企業が活用している6つのメガトレンドを特定しました。これらは、進化する世界経済を乗り切っていくのに最適な位置にあると、当社グループが考えるものです：**テクノロジーと自動化、コネクテッドコンシューマー（つながる消費者）、高齢化とライフスタイル、社会の繁栄、エネルギー転換、生物多様性。**

[資産運用研究所の他の掲載記事はこちらをクリック](#)



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。

企業への参照は例証のみを目的としており、個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、特定の有価証券やアクサ・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。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、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