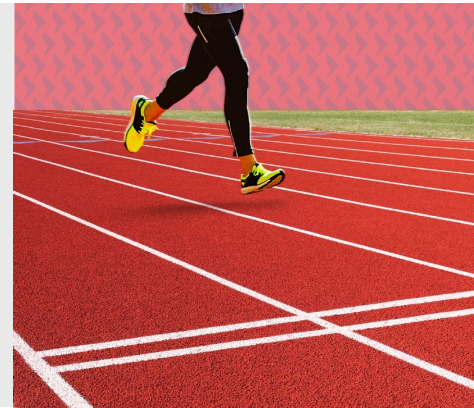




2023 Mid-Year Outlook 利上げサイクル終了 に向けた備え



2023年初レポートで、私たちは米連邦準備制度理事会(FRB)のタカ派姿勢とインフレ率が年後半にピークに近づくと指摘しました。現在、世界経済にみられる減速感、主要な経済圏で利上げサイクルの終了が近づいていることを示唆しています。

10年以上にわたる金融緩和の後、金利が急上昇したことで、世界経済全体にそれまで隠れていた問題が表面化するのは必然的なことと言えます。

こうした動きは短期的には市場ボラティリティが高まることにつながりますが、低金利で潤沢な流動性環境に依存した企業やビジネスモデルがある意味で“浄化されるプロセス”は、長期的には経済にプラスです。

分散投資が効いた低ボラティリティ・ポートフォリオは、市場の低迷期には有利に働くはずであり、市場のボラティリティは、長期的にはアクティブ運用にとって有益な投資機会を提供するはずです。

- 米国の景気後退入りの可能性が高まっています。一方で先進国経済の減速とは対照的に中国の景気回復への期待が高まっています。
- 景気後退リスクの高まりと世界的なデysinフレ(インフレ沈静化)の傾向は、高格付け債券と満期までの残存期間が長い債券にとってよりポジティブな影響を与える可能性があります。
- 新興国株式、アジア株式においては、市場ボラティリティの高まりは、投資家にとって、この地域の『サプライチェーンのリバランス』と『低炭素経済への移行』といった長期的なテーマに投資する魅力的な機会を提供する可能性があります。
- 新興国債券、アジア債券では、リスク・リターン観点から、オールイン利回り*が高水準にあり魅力的な高格付け債券に有利な状況が続いています。
- 世界的な成長見通しの悪化は、依然として投資家にとって重要なリスクとなります。地政学的リスクとしては、台湾海峡危機の確率は低いものの発生するとその影響は大きい、というのが私たちの見解です。

* 金利、スプレッド、手数料等を全て勘案した利回り。

注目ポイント

注目テーマ	理由	ソリューション
金利のピーク	インフレ圧力の緩和と世界的な成長減速。	・ 高格付け債券 ・ (相対的に)残存期間が長い債券
ボラティリティの上昇	地政学リスク、借入コストの上昇により、企業やビジネスモデルの脆弱性が露呈。	・ マルチ・アセット・ポートフォリオ ・ 低ボラティリティ・ポートフォリオ
国・地域によって対照的な成長見通し	先進国経済の減速とは対照的に、アジアの中央銀行の金融引き締め姿勢の後退と中国の回復がアジアの成長を支える。	・ アジア投資適格債 ・ アジア株式
低炭素経済への移行(長期)	低炭素経済への移行に伴うインフラ投資の増加は、コモディティが豊富な新興市場を支える。	・ 新興国株式
サプライチェーンのリバランシング(長期)	地政学的緊張とコロナ禍にみられた中国の経済活動の封鎖措置が、企業にサプライチェーンの弾力性強化を促している。	・ 新興国株式 ・ ASEAN株式

出所：各種データ(2023年6月時点)を基にイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。
最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379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

invested in insights.

マクロ経済環境：高まる米国の景気後退の確率

2021年第2四半期をピークに、G10諸国では経済成長の減速が続いています(図表1参照)。私たちがモニタリングしている先行指標では、米国経済がFRBの金融引き締めの影響を吸収するため、今後6～12ヵ月間に米国が景気後退に入る可能性があることを示しています。米国における金融条件の引き締めは、米国の銀行システムにおける最近のボラティリティの高まりによってさらに悪化しています。しかし、家計と非金融企業のバランスシートが比較的健全であるため、景気後退は浅いものになると思われます。米国の地方銀行が最近直面した信用不安問題にもかかわらず、米国の銀行システムにシステミック・リスクの可能性は低い、と引き続き私たちは考えています。

FRBが物価動向を見るうえで重視する指標である米個人消費支出(PCE)コアインフレ率は5月も4.6%と高水準を維持していますが、高いベース効果(反動)などにより、年後半にはインフレ率は低下すると思われます。そのため、FRBの金融引き締めサイクルは終了に近づいていると私たちは考えています。とはいえ、インフレリスクについては、引き続き米国の労働市場を注視しています。(図表2参照)。

66

先行指標をみる限りでは、今後6～12ヵ月間に米国が景気後退に入る可能性があることを示しています。

99

中国の景気回復は、先進国市場の景気減速とは対照的です。しかし、中国の景気回復の勢いが弱まりつつあることから、中国の景気回復をめぐる投資家の楽観的な見方は弱まっています。輸出需要は引き続き低調に推移すると予想されるため、国内消費、特にサービス業が中国の回復を牽引する鍵となります(図表3参照)。中国政府は、成長の『質』に重点を置いているため、大規模な景気刺激策を講じることはなさそうです。中国人民銀行(中央銀行)は、中国のインフレ率が依然低いことから、金融緩和政策を維持するとの見方が市場では大勢を占めています。

中国の消費主導型の景気回復が他のアジア諸国に与えるプラス影響は限定的ですが、タイとシンガポールは中国からの観光客の消費増加から恩恵を受けることでしう。

図表 1: 先進国と新興国の景況感には乖離
～ 購買担当者景気指数(PMI)からの考察



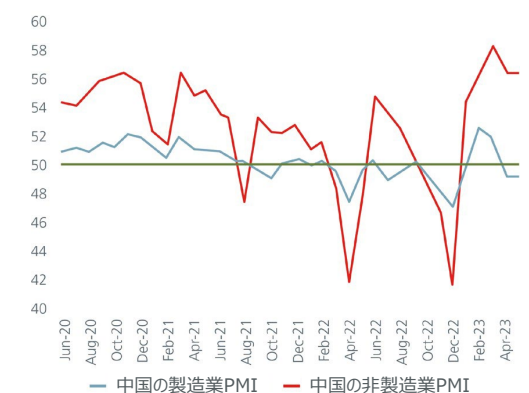
出所：Refinitiv Datastream のデータ(2023年5月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 2: 米国の労働市場は依然として底堅い



出所：Bloomberg L.P. のデータ(2023年5月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 3: 中国の景気回復ペースは二極化



出所：Bloomberg L.P. のデータ(2023年5月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

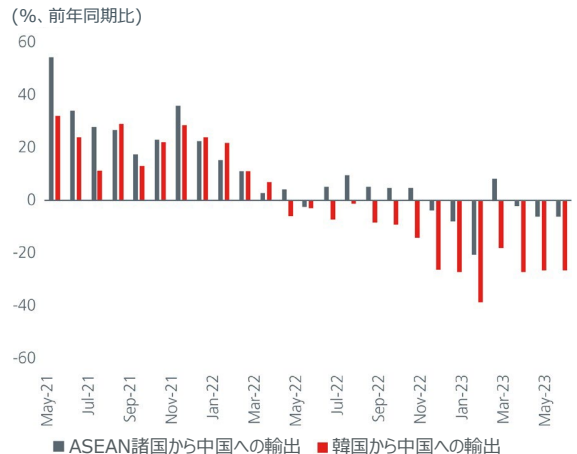
invested in insights.

中国への輸出低迷は韓国と台湾の経済に重くのしかかることとなりますが、サプライチェーンのリバランスはASEAN諸国とインドに引き続き恩恵をもたらすことでしょう(図表4参照)。アジアのインフレ圧力は、財・エネルギー価格の上昇鈍化に助けられ、より穏やかなものとなっています。予期せぬ市場のショックがない限り、アジアの利上げサイクルは終わりを告げそうです。

アセット・アロケーションと通貨：債券と米ドルにとっては、よりポジティブな市場環境へ

世界株式は、短期的にはまだ成長環境から恩恵を受ける可能性があります。企業業績の下方修正がリスクとなる可能性があります。米国と先進国経済の一部で景気後退リスクが高まっていることに加え、世界的にデスインフレが進行しているため、年後半は高格付け債券と満期までの残存期間が長い債券にとってはよりポジティブな市場環境となる可能性があります(図表5参照)。

図表 4: 中国の消費主導型の景気回復はアジアに恩恵をもたらさない



出所：Bloomberg L.P. のデータ(2023年5月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 5: アセット・アロケーションの見通し

	今後3か月間の見通し			今後12か月間の見通し			コメント
	弱気	中立	強気	弱気	中立	強気	
株式			●	●			成長鈍化と景気後退は中期的に株式を下落させる可能性が高いが、テクニカルの下支えにより、今後3か月は下支えされる可能性がある。
10年物国債	●					●	景気減速に伴い、市場は利下げを織り込み始め、イールドカーブは強気な傾斜化(ブル・スティーピング)へ。
社債			●	●			社債利回りは特にハイ・イールド債を中心に上昇すると予想される。
現金		●				●	12か月の時間軸でリスクオフ資産にポジションを取り、中期的には現金は強気を維持する。
株式							
米国		●		●			成長の鈍化と金融引き締め政策の影響が顕在化することから、中期的に米国株を弱気とする。
欧州			●	●			欧州株式は、収益成長が持続しているため、短期的には持ちこたえる可能性があるが、景気後退のトレンドに沿って、今後1年間は下落トレンドになる可能性が高い。
新興国市場	●				●		世界的な景気後退は先進国市場が牽引しているが、対照的に新興国株式の中期的見通しは引き続き明るい。
アジア太平洋(除く日本)			●		●		アジア株は、世界的な逆風が中国のファンダメンタルズの改善によって相殺されるため、中期的にはレンジ内での推移となる可能性がある。
国債							
米国	●					●	景気が減速するにつれ、市場は利下げを織り込み始め、イールドカーブは強気な傾斜化(ブル・スティーピング)へ。
欧州	●				●		ECBはFRBよりも金利水準を高位に長く維持する可能性があり、そのため利回りは上昇傾向が続き、年後半には安定する可能性がある。
シンガポール		●				●	シンガポールのインフレと成長率は緩やかになっており、シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)は金融引き締め政策を休止している。
社債							
米国ハイ・イールド社債			●	●			経済成長と企業収益の鈍化は米国ハイ・イールド社債にとって弱材料。企業のバランスシートが健全に見えることから、スプレッドは史上最高水準には達しないものの、今後は拡大すると予想される。
米国投資適格社債	●				●		米国投資適格社債は、スプレッドの上昇が基準金利の低下によって相殺されるため、横ばいで推移する可能性がある。
新興国社債			●		●		新興国の中央銀行は相対的にハト派的な姿勢を維持しており、全体的なスプレッドを下支えしている。
アジア社債			●		●		アジアの経済成長は鈍化しているものの、先進国経済ほどではないことから、アジアの社債利回りは引き続き抑制される可能性がある。
通貨							
米ドル	●					●	景気後退を背景に、投資家は米ドルのような安全通貨を選択。
ユーロ			●	●			欧州経済の減速に伴い、対米ドルでのユーロの力強い上昇は反転する可能性がある。
シンガポールドル		●			●		シンガポールの経済データはまちまちのようで、シンガポールドルは適正水準に見えるため、横ばいで推移する可能性がある。

出所：イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)のマルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ・チームの見解を基にイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。各アセットクラスの見解は、2023年6月の当該チーム直近の月次会合時点のものであり、推奨を意味するものではありません。本資料で提供される情報は、投資マネジャーの判断により事前の通知なく変更されることがあります。

invested in insights.

金利サイクルがピークに達すれば、高利回りの現地通貨建て新興国ソブリン債券も魅力的にみえますが、投資家はより選別的な投資を行う必要があります。新興国市場では、市場ボラティリティが高まった場合、投資家にとっては、同市場での長期的な『サプライチェーンのリバランシング』や『低炭素経済への移行』といったテーマへの投資機会が到来するかもしれません。また景気後退環境は、投資家を米ドルなどの安全通貨に向かわせることになるでしょう。

新興国株式市場、アジア株式市場：魅力的な投資機会

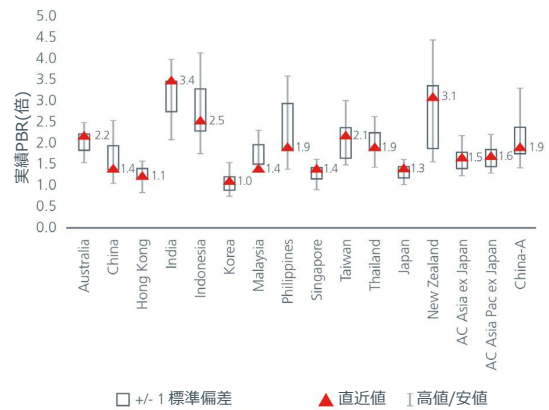
年初来では、日本を除くアジア株は中国に引きずられ、相対的に他地域を下回るパフォーマンスとなっています(2023年5月末時点)。しかし、国・地域別では、韓国と台湾の株式がハイテク株への楽観的な見通しの後押しを受けアウトパフォームし、インドネシア株式は堅調な経済データを背景に上昇しました。アジア太平洋地域は引き続き見通しの明るい市場といえるでしょう。IMFのレポートでは同地域の経済成長率は2022年の3.8%から今年は4.6%に上昇すると予想されています¹。一般的に健全なマクロ経済のファンダメンタルズと、サプライチェーンのリバランシングの恩恵、実体経済セクターにおける設備投資の回復、脱炭素化とインフラ支出の増加といった中期的な収益ドライバーは、この地域にとってプラス材料となります。

しかし、アジア市場(日本を除く)の多くの株式はバリュエーション面において、まだ過去5年平均を下回る割安な水準で取引されており(PBRの場合)、世界の主要な株価指数と比べると過小評価されていると言えます(図表6参照)。さらにバリュエーション面でみられる“ばらつき”は、ボトムアップ型のバリュエーション投資マネジャーにとって、まだ大きな開拓の機会があることを示唆しています。

日本株は年初来で好調に推移しています(2023年5月末時点)。良好な企業業績に支えられ、また企業改革加速への期待の高まりに後押しされた外国人投資家の関心が再び高まったことがその背景に挙げられます。コロナ後の国内経済再開、中国経済とサプライチェーンの正常化、最近の値上げによる追い風が企業収益を押し上げました。現在も進行中の企業再編の動きは、引き続き株主価値を高めています。収益と利益率の長期的な上昇基調は維持されています(図表7参照)。私たちは、世界の主要市場と比べて相対的に魅力的なバリュエーション水準で取引されているこの市場で、ボトムアップ型の投資アプローチによる魅力的な投資機会を数多く見出しています。

潜在的な業績の上振れやさらなる投資家からの資金流入は、中国株式市場を下支えることでしょう。中国本土に上場する人民元建て株式である中国A株市場は年初来で横ばいで(2023年5月末時点)²、バリュエーション水準(PERの場合)は現在のところ割高ではありません(図表8参照)。

図表 6: PBRでみると、一部のアジア株式市場は引き続き割安な水準



出所：Factset、MSCI、GS Global ECS Research のデータ(2023年4月30日時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 7: 日本企業の利益率は改善傾向



出所：Refinitiv Datastream、財務省 のデータ(2023年3月31日時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。
※日本企業(金融・保険業を除く)の経常利益(日本円ベース)を基に算出。

図表 8: 中国A株市場は割高ではない



出所：Factset、MSCI、GS Global ECS Research のデータ(2023年4月30日時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

invested in insights.

医療機器や半導体を含む中国の製造業高度化のビジネスチャンスについては、技術的自立を達成するという国家戦略に沿うものであり、私たちは引き続き楽観視しています。また、新エネルギー、エネルギー貯蔵、情報セキュリティを含む『ニューエコノミー』セクターもポジティブにみえています。

インドは今年、主要国の中で最も高い経済成長を遂げようとしています。インドの製造業購買担当者景気指数は5月に31ヵ月ぶりの高水準を記録し、工場受注が急増しました。政府の慎重な財政スタンスと一次産品価格の下落により、国内のインフレは落ち着くことでしょう。通貨ルピーは、国際収支データが良好な傾向にあることから、堅調に推移すると予想されます。インド株式市場は主要国の市場と比べると割高な水準にあるため、同市場の最も魅力的な投資機会を見極めるにはアクティブ運用による銘柄選択がカギとなります。インド株式市場は米ドルベースで年初来で2.9%上昇²しており(2023年5月末時点)、直近数ヵ月間は海外投資家からの資金流入が増加しています(図表9参照)。

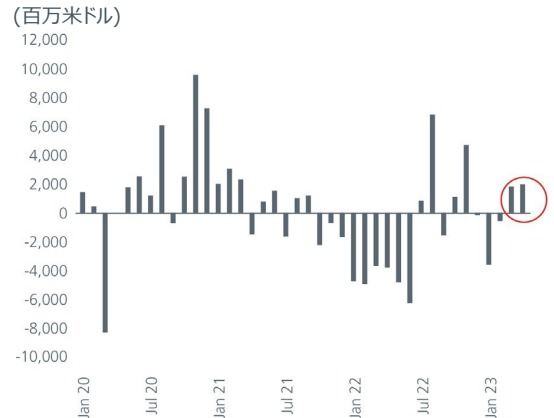
新興国債券市場、アジア債券市場：高格付け債券、残存期間が長い債券を選好へ

2023年の債券市場には昨年よりも明るい兆しが出始めています。債券市場のパフォーマンスの改善は、インフレ緩和、景気後退懸念の継続、主要中央銀行の利上げサイクルが終盤に差し掛かっていることなどの影響によるものです。FRBは、インフレ緩和が続けば利上げを一時停止する可能性を示唆しています。一方アジアでは、多くの市場でインフレ率が市場予想を下回っているため、金融引き締めサイクルは終わりになりつつあるようです(図表10参照)。

今のところ、アジアの主要中央銀行には金融緩和サイクルへのシフトを急がせるような要因はほとんどないように思われます。FRBの金融政策はアジアの中央銀行の動きにも大きな影響を与えますが、インフレ局面から景気後退局面へとリスクバランスが傾けば、金融緩和を開始する中央銀行も出てくると予想されます。

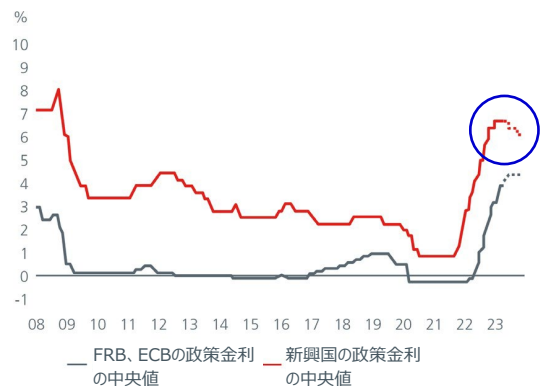
このような背景の中、アジア債券のパフォーマンスはまちまちとなりました。アジアの投資適格債券は年初来で3.4%のプラス・リターンを達成し³、同信用格付けは2023年第1四半期に安定し、コロナ以前の水準に戻りました。他方、アジアのハイ・イールド債券のパフォーマンスは冴えず、中国不動産セクターに端を発した市場センチメントの悪化に引きずられ続けています。同セクターの回復は、現物需要とデベロッパーが十分な資金を調達できるようになるという2つの両面で、まだ道半ばです。アジアのハイ・イールド債券の信用格付けは引き続き悪化しています(図表11参照)。ポジティブな点として、同セクターのデフォルト率は2022年の水準から改善しており、今後はさらに低下するものと予想されます。

図表 9: インド株式市場に海外投資家からの資金流入が増加



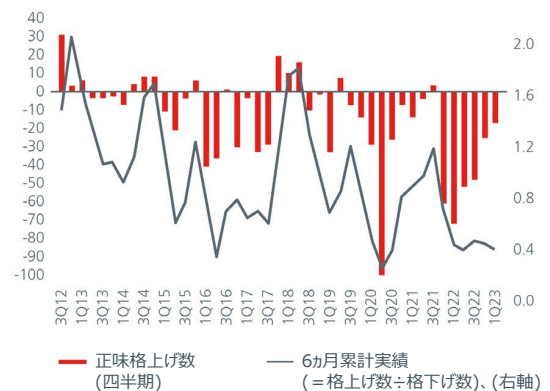
出所：IIF のデータ(2023年5月時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。※非居住者による株式への純流入額("portfolio equity flows"のデータ)を使用。

図表 10: アジア(新興国)の金融引き締めサイクルは終わりに近づいている



出所：Deutsche Bank, Haver Analytics, Bloomberg L.P. のデータ(2023年5月時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 11: アジアのハイ・イールド債の格付けは依然として悪化



出所：Moody's, S&P, Fitch ratings のデータ(2023年5月時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

invested in insights.

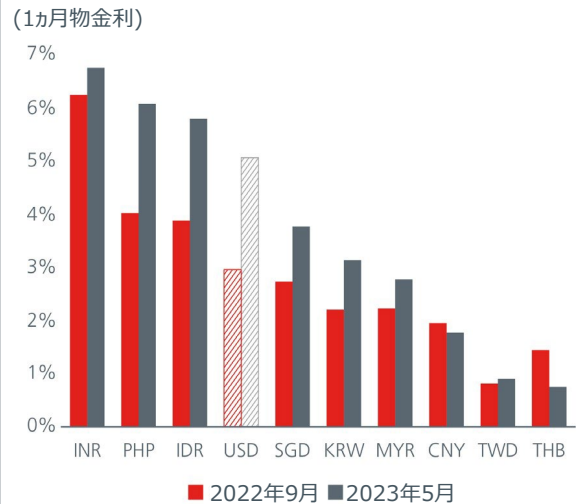
アジア債券のバリュエーションは信用格付けなどによって異なり、AAやAの銘柄はAAAやBBB、BBに比べて割安な水準にあるようです。私たちは、アジアの金融セクターの債券と選別的なハイ・イールド債券に最も魅力的な投資機会があるとみています。アジアの銀行システムは、米国の地方銀行の信用不安に伴うストレスに直面しても高い耐性があります。一方、アジア国債のバリュエーションは、インフレの緩和と金利のピークアウトの中で改善しつつあります。特にシンガポール国債はAAA格のソブリン債の投資対象として魅力的です。また、ボラティリティが比較的低く、信用ファンダメンタルズも安定しているシンガポールドル建てクレジットも選好しています。

アジア通貨では、米ドルの高い利回りが投資家にとってアジア通貨のロング・ポジション(買い持ち)のハードルとなっています。米ドルと比べるとインドルピー、フィリピンペソ、インドネシアルピアの3通貨の利回りだけが低い水準にあります(図表12参照)。アジア通貨もまた、世界的な成長見通しの悪化の場合はその影響を免れる可能性は低く、その場合、高利回りのインドネシアルピアやインドルピーは、台湾ドルやタイバーツといった低利回り通貨よりも相対的に有利になる可能性が高いといえます。

私たちは、アジアと湾岸協力会議(GCC)諸国が発行する新興国債券が同債券の回復のけん引役となり、また社債よりもソブリン債が広く選好されると予想しています。さらに、アジアを含む新興国経済の2023/2024年のGDP成長率見通し⁴は先進国経済のそれを上回ることが明らかになっています。このことは、新興国諸国への資金流入が先進国諸国を上回ることを促し、今後数年間の新興国諸国におけるデフォルト率を低位に留めるのに奏功することでしょう。同様に、アジアの経済・政策のファンダメンタルズの安定、および中国の経済活動の再開と回復による追い風は、不均衡なものではあるものの、アジア債券の需要を引き続き下支えることでしょう。テクニカル面(需給面)においても、アジアの米ドル建て債券の純発行量(発行－償還)が2023年には横ばいかマイナスになる可能性が高いことを考えると、ポジティブです。

リスク・リターン観点では、オールイン利回りが高水準にあり魅力的なアジア高格付け債券(例:投資適格債券など)に有利な状況が続いています(図表13参照)。また良好なファンダメンタルズを有し、十分な流動性と高い資金調達力を持つ企業が発行するハイ・イールド債券は、潜在的なアルファ(超過収益)の源泉となります。

図表 12: インドルピー、フィリピンペソ、インドネシアルピアだけが米ドルよりも高い利回りを記録



出所: Bloomberg L.P., HSBC のデータ(2023年5月時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 13: アジア投資適格債券は魅力的な利回りを提供



出所: Bloomberg L.P., Barclays Research のデータ(2023年4月13日時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。
*最低利回り(Yield to worst)。**直接利回り(Current Yield)

リスクシナリオ：世界経済の成長見通し悪化は投資家にとって重要なリスク

	可能性	負の影響
金融面、経済面		
インフレは市場で織り込まれているよりも高水準で持続	低	大
国粋主義的な政策を背景に米中半導体戦争が本格化し、中国の成長鈍化が深刻化	低	中
新たな持続可能投資が旧来型の環境汚染エネルギーへの投資減少分を補いきれず、エネルギー危機が到来	低	中
世界の主要中央銀行の協調的な金融引き締めの影響による世界的な景気後退	大	大
地政学面		
イランが国内情勢の不安定化から国民の目をそらすことを狙いサウジアラビアやイラクの石油施設を攻撃、中東情勢が不安定化	中	中
中国が自国の成長弱体化への不満の矛先をそらすために、台湾海峡危機を利用、民族主義的路線が増長	低	大
サイバー攻撃	中	中

出所：イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)のマルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ・チームの見解を基にイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

(データ出所)

- IMF発行のレポート『REGIONAL ECONOMIC OUTLOOK ~ ASIA AND PACIFIC』(2023年5月)
- 中国A株はCSI300指数、インドはSENSEX指数をBloomberg L.P. のデータより使用。
- J.P. Morgan Asia Credit Index(JACI) Investment GradeをRefinitiv Datastream のデータより使用。
- IMF(2023年4月)

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

※ JP Morgan Asia Credit Index (JACI) はJ.P. Morgan Securities LLCが算出、公表しているインデックスであり、著作権、知的財産権はJ.P. Morgan Securities LLCに帰属します。

＜当資料に関してご留意いただきたい事項＞

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。