



マーティン・スカンバーク  
欧州株式  
ファンドマネジャー

需要の堅調さが2022年に向けて引き続きユーロ圏株式市場の押し上げ要因となる可能性があります。年の後半にかけてリスクが高まると予想されます。

- 需要の堅調な回復が、少なくとも2022年前半において株価の下支えとなることが期待されます。
- 欧州は、グリーン・テクノロジーやその他の革新的かつ急成長する業界において、市場をリードする企業から恩恵を受けています。
- 相対的に高いインフレ期待が定着するリスクがあり、高水準の政府債務を考慮すると中央銀行は難しいバランスの維持に直面しています。

欧州は旺盛な需要に恵まれつつ、2022年を迎えます。企業利益は急増し、企業がサプライチェーンを再構築し、サステナブルな技術へ方向転換する中、新しい投資機会の波が押し寄せてきています。

しかしながら、近い将来に陰りが見え始めています。陰りとは、特に年末に向けて、インフレ率の上昇、金利の上昇、そして大きく変化した投資環境です。

### 景気回復は短期的には継続する

欧州では過去数週間で新型コロナウイルスの感染者数が増加し、その結果、一部の諸国では移動制限措置が再導入されました。しかしながら、パンデミックの初期のようにロックダウンが長期にわたり実施される可能性は低いと見えています。欧州の先進国ではワクチン接種率が高く、ブースター接種も開始され、錠剤の治療薬も期待されています。

新型コロナウイルスの新たな変異型の出現が更なる懸念をもたらしています。これまでのところ、足元の感染者数の増加によって広範囲に混乱を引き起こしたり、景気回復を停滞させたりする可能性は低いと見えています。ユーロ圏の企業利益は、2021年は前年比約50%増、また2022年は年率プラス8~9%（前年比）が見込まれます。

これまでのところ、需要が非常に旺盛であるため、多くの企業はコスト上昇を相殺するために製品・サービス価格に転嫁することができました。一部の金属などのように、特定のコスト圧力については既にピークに達している可能性を示す兆しも見られます。

コスト上昇分を価格に転嫁できている企業は、コスト圧力が弱まれば、2022年には利益率の面で非常に優位に位置できると予想されます。

### インフレ期待は相対的に高い水準で定着するか？

一部の投入コストはピークに達しているかもしれませんが、インフレ率が後退しない可能性にはいくつか理由があります。

パンデミックによる混乱と地政学的懸念により、サプライチェーンが再構築されています。企業も国々も将来の供給の安全性を確保したいと考えています。しかしながらこの再構築の中で、企業が地理的に近いサプライヤーを求めているため、そのサプライヤーはそれほど効率的な生産者ではない可能性があることから、コストの上昇を招くことになります。

炭素価格の上昇もコスト上昇に拍車をかけており、欧州連合[EU]における炭素価格は2021年に2倍になりました。汚染燃料からの転換と、より環境にやさしい生産方法への支出を促すために必要なステップであると考えますが、インフレ率を押し上げています。

多くの業界が労働力不足に直面していることから、賃金の上昇を余儀なくされる可能性があります。エネルギー価格は既に高騰しており、労働者はこの生活費の上昇分を相殺すべく、給与の引き上げを求める可能性があります。

これらのコスト増が、相対的に高いインフレ期待の定着につながるリスクがあります。適度なインフレは、経済成長と企業利益の増加につながるため、一般に株式にとってはプラス要因となります。しかしながら、コストが収益より速いペースで増加すれば、利益率は低下します。

### 中央銀行はどうするのか？

中央銀行はインフレ率を抑制すること、政府債務が高水準にあるため、借入れコストが過度に上昇しないようにすることとの間で、バランスを取りつつ微妙な線を引いて進まなければなりません。これはイタリアのような国々にとって特に懸念材料となります。

インフレ率の上昇を受け、米連邦準備制度理事会(FRB)は新型コロナウイルス対策のための緊急支援策による資産購入の規模の段階的縮小を既に発表しています。問題は、いつ政策金利を引き上げるかです。

欧州中央銀行(ECB)はパンデミックの対策として打ち出した緊急資産購入プログラムによる金融緩和策を2022年初めに終了する方針を表明しています。利上げは先の話です。しかしながら、ノルウェーなど一部の小規模な中央銀行は既に金利を引き上げており、進行方向は明らかに上向きです。

### これらのトレンドから恩恵を受けるのはどのセクターか？

欧州は、サプライチェーンの再構築というトレンドの恩恵を受ける地域です。特に、生産工程で使用される機械、工具、その他の資産のメーカーである資本財セクターは、大きな恩恵を受ける可能性があります。

そして欧州にはテクノロジーのリーダーである企業があります。中でも、欧州の半導体製造装置メーカーにとっては、世界のデジタル化とチップメーカーの生産能力の拡大に伴い、需要が急増しています。

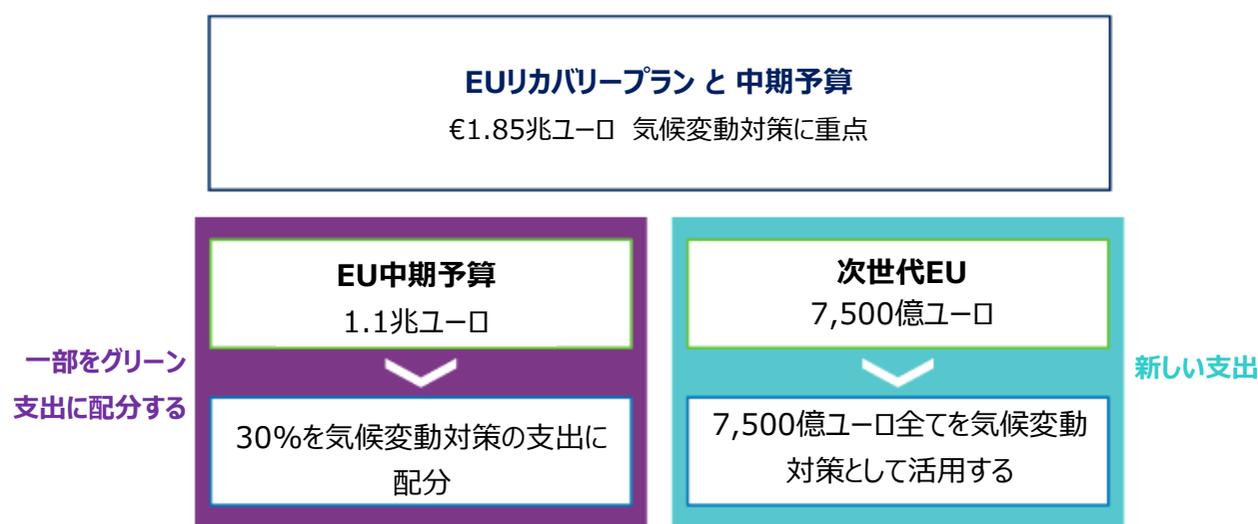
また、金融、特に銀行銘柄はインフレ率と金利が上昇する局面で融資の価格改定が可能となり、堅調に推移する傾向があります。しかしながら、消費者関連銘柄については、賃金上昇がインフレ率の上昇を相殺できない場合、リターンが劣化する可能性があります。

### グリーン支出は欧州企業を活性化する

欧州では今後も大規模な景気刺激策が見込まれます。EUの中期予算と次世代EUの支出は、2021年から2027年までの期間を対象としています。この支出の多くは、気候変動の抑制や緩和を目的としたプロジェクトに向けられる予定となっています。

## EUリカバリープランと中期予算によるグリーン支出

Schroders



出所：欧州委員会[EC]

グリーン・エネルギーの分野が新たな成長分野となる業界の企業に高い可能性があると考えられています。プロセス技術や熱伝導・分離などのニッチな分野で事業展開している企業は、グリーン水素製造のような新しいセグメントに事業拡大する好機を有していると考えています。

より一般的には、欧州には再生可能燃料、電気自動車、金属リサイクルなどのサステナブルな技術で市場をリードする企業が多くあります。これらの企業は、欧州域内に留まらず、世界中でサステナビリティや気候変動の問題に対する関心が高まっていることにより、恩恵を受けると予想されます。

しかしながら、グリーン分野の全ての企業が良い投資機会になるわけではありません。風力発電機メーカーの業界で一部の企業は、受注の低迷や原材料コストの高騰により、利益率が大幅に低下しています。投資家は個別銘柄を厳選する必要があると考えています。

また、「イノベーションの時代」は気候関連の投資だけではなく、欧州には、大規模な投資が行われ、新製品の販売につながっているライフサイエンスなどの業界においても市場をリードする企業が存在しています。

## 下半期にリスクが高まる可能性がある

株式市場の足元の好調な勢いは2022年前半まで続く予想されます。企業が低金利の融資を活用する最後のチャンスを掴み、M&Aを実施することで一段の勢いを増す可能性があります。

しかしながら、2022年に向けてインフレや中央銀行の政策の実施(もしくは政策を講じないこと)によって生じるリスクが高まる可能性があります。また、企業の四半期利益についても前年同期比の比較をすると厳しい内容になると予想されます。

欧州はバブルの状況にはないことを認識する必要があります。とりわけ中国など他国の経済状況は、欧州株式市場のリターンにも影響を及ぼします。中国経済は減速しており、今後景気刺激策が実施されるかもしれませんが、効果を得るには時間を要すると見えます。

また、地政学的なリスクがあることも挙げられます。米中間の緊張が再び高まる可能性があります。ベラルーシとEUの国境で起きた移民危機が示すように、より身近なところにもリスクがあります。4月に実施されるフランスの大統領選挙についても、投資家の注目を集めています。株式市場は総じて高い水準にあるため、地政学的なショックが起これば株価は容易に調整する可能性があります。

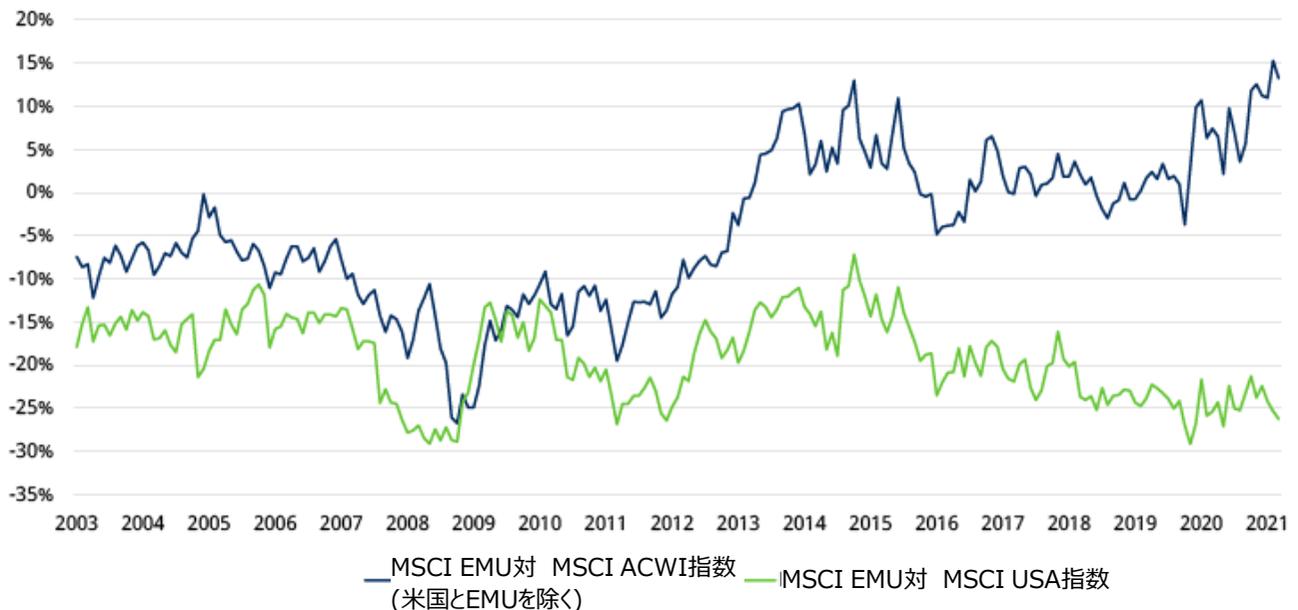
それに関わらず、欧州は他地域と比較して、より困難な年に直面しても乗り越えられると考えています。欧州地域の企業は相対的に固定費が高く、既にコストの上昇を経験していますが、変動費を抱えている企業は今後、投入コストの上昇による影響を大きく受けることが懸念されます。また、欧州の銀行は、より厳しい経済環境を乗り越えるのに適した状態にあります。

ユーロ圏株式は2020年春にパンデミックを背景に底値をつけて以降、非常に堅調に推移しています。MSCI EMU株価指数の米国以外のグローバル株式市場に対するプレミアムは高まっています(以下のグラフの青線をご参照ください)。しかしユーロ圏株式のバリュエーションと米国株式(黄緑色の線)のバリュエーションの差は縮小していません。2022年は全体として厳しい年になると予想されますが、欧州株式市場は相対的に勝ち組になる可能性があると考えています。

### 投資家はユーロ圏株式を見直している (但し、米国以外の地域の株式に対して)

Schroders

#### 株価収益率(PER)でみたプレミアム/ディスカウント



出所：Datastream Refinitiv, Schroders。2021年10月31日時点。

# シュローダー 2022年市場見通し グローバル／テーマ型株式

2021年  
12月作成



## アレックス・テダー グローバル株式・米国株式ヘッド兼CIO

2022年は企業の価格決定力が重要になると考えています。その理由をご説明します。

- サプライチェーンの混乱の影響は大きいものの、2022年中の回復が見込まれます。
- インフレは多くの業種で依然として重大なリスクであり、投入コストの上昇、特にエネルギーコストの上昇は、すでに消費者価格や賃金に反映されています。
- 企業は利益率が圧迫される可能性が高いため、価格設定力が重要になります。

### サプライチェーンの混乱は多くの業種で2022年に回復する見込み

2021年に見られたサプライチェーンの大きな混乱は、新型コロナウイルスの影響による生産停止と輸送の遅れが主な要因であり、2022年に向けて回復に向かうと予想されます。

歴史的にみると、サプライチェーンが混乱した後は需要増に伴い在庫積み増しが行われるため、非常に迅速に調整される傾向にあります。2022年に過去の例が当てはまらないと考える理由はなく、実際に貨物輸送費はすでに下落し始めています。

### 世界の海運指数は供給圧力の緩和を示唆



出所：リフィニティブ。2021年11月17日時点

しかしながら、エネルギー価格は多くの理由により引き続き上昇すると見込まれます。景気回復に伴い石油やガスの需要が高まっている一方で、供給量の増加は止まっています。政府がエネルギー企業に対して再生可能エネルギーへの投資を奨励してきたため、従来型の探査と生産への投資は削減されています。投資を減らした結果、供給面での制約が出ているだけでなく、多くの場合、温室効果ガス排出削減目標を達成するために供給は急速に縮小に向かっています。このため、従来型のエネルギー価格は、当面高止まりするものと思われます。

将来、地中の石油やガスの価値が現在の推定価値の何分の一になることに疑いの余地はないものの、当面従来型エネルギーは良好な水準のキャッシュフローと収益を生み出す可能性があります。ただしこれは、コンセンサスの見方であるとは考えていません。

# シュローダー 2022年市場見通し グローバル／テーマ型株式

2021年  
12月作成

## インフレ懸念は継続

インフレが「一過性」のものでないことが証明されるとみていましたが、どうやらその通りになりそうな兆しが出ていると思われます。10月の米国生産者物価の上昇率は8.6%と衝撃的に高い数字であり、エネルギーやコモディティの価格上昇から労働コストの急激な上昇まで、あらゆる分野での価格上昇を反映しているといえます。

労働コストの急上昇は、多くのエコノミストを驚かせました。米国と欧州の労働力のうち、かなりの割合がまだ仕事に戻っていません。その結果、労働力不足が賃金上昇圧力となり、米国の平均時給は5%上昇していますが、燃料費、住宅費の高騰に対応して労働者からの要求水準が拡大することによって、さらに上昇率が加速する傾向にあります。

全体として、供給不足に若干の緩和が見られるものの、価格上昇圧力は大きく、10月の消費者物価上昇率が6.2%と1982年以来の高水準となったことは驚きではありませんでした。特に、世界の主要地域において景気回復の勢いが強いことを考慮すると、今後価格圧力の方向性が急に変化するとは思われません。

## 多くの業界で利益率は圧迫される

2021年の企業収益は力強い伸びを示しました。記録的な金融・財政刺激策は、昨年末に新型コロナウイルスのワクチンが承認された後の企業活動の急速な回復を支えました。例えば、S&P500指数の構成企業の2021年の1株あたり利益は225ドル、対前年比で65%の増加が見込まれています。

2021年の企業利益が非常に好調であったことから、2022年には大きな困難が待ち受けている可能性が高いといえます。米国企業の利益率はすでに過去最高水準に戻っていますが、投入コスト上昇の影響はまだ十分に反映されていません。労働市場の逼迫により、さまざまな業種で能力の高い労働者の獲得競争が激化する中、特にサービス部門では、利益率に下押し圧力がかかると予想されます。これらのことから、収益性を確保するための環境はより厳しいものになると考えられます。

## 企業にとって今後1～2年は価格決定力がカギ

こうした背景から、株式市場はバリュエーションが拡大しているため(特に米国株式市場)、来年はリスクへの警戒が必要です。強気相場は年が経てば終わるわけではないという古い格言は、現在は確かに当てはまっているようです。

企業がコスト上昇分を消費者に対する製品・サービス価格に転嫁することで、今後1年間を乗り切ることも考えられます。家計はおおむね健全であり、賃金が上昇していることから、5%程度の消費財の価格上昇は許容できる可能性があります。

しかし、多くの企業、特に製品の差別化がほとんど、もしくは全くされていない業種では、コスト上昇分を転嫁するのは難しいと予想されます。

現在、穀物、砂糖、鉄鋼、銅などのコモディティの価格が高騰していることから、生活必需品や資本財セクターは、投入コスト上昇に対して最も脆弱であると考えられます。また、こうした業種は一般に競争が激しい傾向にあります。

ただし、例外もあることには注目すべきです。ネスレは、世界のコーヒー市場に持つ強力な営業販売権を背景に、2021年7-9月期に製品価格を前年比4%以上引き上げました。一方、ユニリーバやP&Gなどは、値上げに苦戦しています。

強い価格決定力を持つ企業は、テクノロジー分野、特に、いわゆるメガキャップと呼ばれるプラットフォームに見られます。マイクロソフトやアドビなど、企業や政府、一般家庭に不可欠なツールを提供するソフトウェア企業は、毎年利用料を引き上げられるという、独自の地位を確立しています。

デジタル広告市場は、あらゆる規模の広告主にとっての主要なチャネルになりつつありますが、同様に、グーグルの親会社アルファベットを筆頭に、一握りの大規模なインターネット・プラットフォームが、デジタル広告市場シェアの大半を占めています。強気の価格設定に支えられ、グーグルの今年9月までの9か月間の売上高は前年比45%増となりました。

# シュローダー 2022年市場見通し グローバル／テーマ型株式

2021年  
12月作成

他の多くのソフトウェア、インターネットおよび半導体企業も、コスト増を抑えつつ、定期的に製品・サービス価格の引き上げを行うことができます。これらの分野は、2022年も引き続き成長分野となると予想しています。

## メガトレンドは加速する

差し迫った課題から離れてみると、今後10年以上にわたり株式市場に重大な影響を与える可能性のある多くの構造的な原動力が存在します。

「メガトレンド」とも呼ばれるこれらのトレンドのほとんどは、目新しいものではありません。気候変動、エネルギー転換、人口動態の変化、ヘルスケア分野のイノベーション、デジタル化、自動化および都市化などは、何年も前から重要な課題でした。しかし人口の増加に伴い、その重要性は飛躍的に高まっています。一部の領域では、新型コロナウイルス感染拡大の影響がメガトレンドの変化を加速しています。

世界的規模で迅速に対処すべき大きな課題がありますが、対処できると考える理由は数多くあります。新型コロナウイルスの出現からわずか9か月後に画期的なワクチンが開発されたことでも明らかなように、私たちはイノベーションの黄金時代に生きています。

処理能力、接続性、帯域幅、メモリから電力供給、ソフトウェアに至るまで、多くのテクノロジーの融合の結果、さまざまな産業にイノベーションの波が押し寄せています。そのほとんどは数年前にはありえなかったことです。

DNA配列の技術がなければ、新型コロナウイルスのワクチンは開発されませんでした。同様に、エネルギー転換についても、バッテリー容量、再生可能エネルギーの発電能力、グリッド技術などが驚異的に進歩したからこそ、可能になりました。世界的な変革のプロセスが進行中であり、長期にわたり広く普及しています。

投資の観点では、計り知れない投資機会が見込まれます。メガトレンドの影響を正しく捉えれば、その分野で活躍する企業に投資することで、伝統的な株価指数を大きく上回るリターンが期待できると考えています。

## 最後に：エンゲージメントが重要

「会話しない人は、何も知らない」という古い英語のことわざは、まさに投資に当てはまります。しかし、投資家と投資先の経営陣が対話をしていないことは、驚くほど多くあります。従来、株式投資家は、主に委任状による議決権行使を選択してきました。投資家は投資先企業の経営陣を後押しする投票をしてきましたし、今後もそれは続く予想されます。

しかし、複雑で急速に変化する世界では、資本の提供者と投資先との間で定期的かつ建設的な対話を行うことが不可欠であると思われる。経営陣は、サステナビリティや社会福祉といった特定の課題の重要性を、投資家の視点から理解していない場合があります。

同様に、前述したような課題に対処するために、企業がどれ程ビジネスモデルの進化に取り組んでいるか、投資家が理解していない可能性もあります。投資は、株式を購入して終わるものではありません。積極的な関与、つまりエンゲージメントが必要なのです。

ポール・  
グレインジャージェームス・  
ビルソン**ポール・グレインジャー**

ヘッド・オブ・グローバル・フィクストインカム&amp;カレンシー

**ジェームス・ビルソン**

グローバル・フィクストインカム&amp;カレンシー・チーム ストラテジスト

2022年は経済成長のピークを迎え、中央銀行がインフレ対応に取り組むとみられることから、グローバルのマクロ環境は変動が大きくなるとみられています

2021年は、様々な観点で通常とは大きく異なり、そして困難な市場環境となりました。グローバルの経済活動は多くの市場参加者の予想をはるかに上回るスピードで回復し、世界のインフレ率はここ何年も見られなかった水準に達し、また、新型コロナウイルスの変異株（デルタおよびオミクロン）の出現もありました。これにより、足元のマクロ経済環境には大きな不確実性が生じています。

2022年に向けての見通しを整理、そして精査する中で、2021年の動きからどのような学びを得、ポートフォリオに反映させていくべきでしょうか。

**3つの学び**

グローバル・フィクストインカム&カレンシー・チーム(以下、運用チーム)は、2021年に得た3つの学びが、2022年に向けての見通しを構築するのに役立つと考えます。

まず第1の学びは、2021年に景気サイクルは急速に進展し、2010年代初頭に見られた世界金融危機後の回復をはるかに上回るスピードで進んだということです。これは、金融政策と財政政策の両面からの支援と、今回の新型コロナウイルスによるショックが特殊な要因であったことによると考えます。今後も景気サイクルは、数年前までの流れに比べると、はるかに速いスピードで推移する可能性があると考えています。

第2の学びは、新型コロナ危機は世界の総需要だけでなく、世界の総供給にも深刻な影響を及ぼしたことが挙げられます。世界金融危機後は需要減退がより明確で、これにより低インフレが引き起こされましたが、今回のサイクルは供給側に対しても影響を及ぼしています。その結果、経済成長とインフレの間のトレードオフはより曖昧で且つ複雑になった一方で、経済学者や投資家、そして中央銀行にとって、今後の見通しを策定する上で両者の関係を理解することの重要性がこれまでよりも格段に高まりました。

そして第3の学びは、中央銀行のインフレに対する許容には限界があることが、最近になって明らかとなった点が挙げられます。昨年、米連邦準備制度理事会（FRB）は平均インフレ目標政策（AIT）の導入という新たな金融政策の枠組みを導入し、一定期間のインフレのオーバーシュートを許容するとしましたが、直近の動きはその許容が限界にきていることを示唆しています。重要な点は、許容範囲に達した場合、中央銀行は金融緩和を縮小する用意があることが見えてきた、ということです。つまり、中央銀行が「フォワード・ガイダンス」を重視する世界から、「オプションリティ（状況に応じた柔軟な選択）」が最も重要となる世界へと移行した、と言えます。この状況は2022年まで、あるいはそれ以降も続くと思われています。

2022年は、2021年後半にピークに到達したと見られる世界経済の成長のピークアウトがより鮮明になると考えています。中国経済減速のグローバルへの影響が、この減速の一つの要因になるとみられています。中国当局は緩和姿勢を見せ始めていますが、世界金融危機後の環境とは異なり、大規模な景気刺激策ではなく、景気安定を目的に絞った政策を実施すると予想されます。

一方で、グローバル経済の減速を見込んではいないものの、運用チームでは、絶対ベースでは長期トレンドを上回る成長が当面の間続くという基本シナリオを設定しています。運用チームは、特に成長率の鈍化(絶対ベースの成長率ではなく、変化率の低下)が資本市場を動かすファクターになると考えています。

このような環境下では、国債利回りが大幅に上昇する可能性は低いとみられています。特にイールドカーブの長期、超長期部分の上昇は抑制されると予想します。長期、超長期の利回りはグローバルの経済成長の動向や、世界の負債水準などの構造的要因に左右されるとみられています。

図表1: IHSマークイット世界製造業購買担当者景気指数(PMI)、季節調整後



出所 : Macrobond, 2021年12月20日時点、603597

世界経済成長の勢いがピークに達する兆しが継続してみられているにもかかわらず、先進国の中央銀行は、上述の第3の学びで紹介した通り、インフレが持続的な脅威とならないための取り組みを進めています。これは、2021年を通じてインフレの上振れが続いたことを受けたものであり、一時的との見方からの変化の流れは2022年も続くと考えられます。

このことは、直近のFRBの姿勢において最も顕著に表れています。12月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、2021年初めの他の中央銀行に続き、よりタカ派的な姿勢が示されました。複数のエマージング国の中央銀行は先進国に先立って利上げを進め、世界的な金融引き締めサイクルを主導してきました。エマージング国に続き、ニュージーランドなどの「高ベータ」G10 諸国（相対的に小規模で、開放経済の国）がこの金融引き締めの流れに乗っています。そして、FRB はテーパリングを加速させ、来年の利上げが視野に入ってきています。

### 3つの学びが提供する、投資における3つの示唆

上述の3つの学びは、投資に対する示唆を明確に提供しています。まず第1の示唆は、世界成長の勢いの鈍化とFRBのタカ派的姿勢の組み合わせは、イールドカーブのフラット化の継続につながり、また、米ドル高が予想されるということです。

FRBのタカ派的な姿勢が米國中長期債利回りの上昇要因になるとは考えていません。むしろ、FRBがインフレ圧力が高まるなかでハト派的姿勢を維持する場合の方が、米國中長期債利回り上昇に対する懸念が高まると考えます。一方で、中央銀行のインフレ対応の取り組みは、イールドカーブの短期部分には上昇圧力となると考えられます。このような理由からフラット化が継続すると見込んでいます。2021年後半にイールドカーブのフラット化が進みましたが、運用チームでは今後も継続する可能性があるとの見方をしています。

第2の示唆は、一部のエマージング国では金融正常化のプロセスが進んだため、利上げサイクルの終了が近づいているということが挙げられます。このようなエマージング国の現地通貨建て債券の魅力度が2022年初めにかけて高まるとみえています。

このことは、景気サイクル上のインフレ上昇圧力が2022年にピークに達する、あるいはすでに達している可能性があるという運用チーム内の見方と関連しています。一方で、財の価格上昇圧力がサービスセクターに波及するため、絶対ベースのインフレは引き続き上昇すると思われる。また、2021年は賃金の伸びも大幅となり、この要因もインフレに影響すると考えられます。

これら2つの要因から、中央銀行はインフレがより持続的になる恐れがあることに注意を払う必要があります。しかし、中期的なインフレ圧力がピークに達しない場合であっても、ヘッドライン・インフレがピークに達するかどうか、という点が市場にとってはより重要となると考えられ、運用チームはそのタイミングが訪れる可能性が高いとみています。運用チームの分析では、実体経済において計測された現在の名目インフレ率（ヘッドライン・インフレ率）と、市場が織り込む将来の期待インフレ率（ブレイクイーブン・インフレ率）の間に高い相関関係があることが示されています。ヘッドライン・インフレ率がピークに達する兆しが見えてきた場合には、ブレイクイーブン・インフレ率の変化の影響を受けるような資産の価格形成に対して下押し圧力が発生し、また、中央銀行による金融引き締めが進展が更なる向かい風となると考えられます。

図表2：米国における賃金の伸び率



出所：Macrobond、2021年12月20日時点、603597。時給および固定給、時給は中央値、アトランタ連銀方式の名目賃金中央値の伸び、非加重の3ヶ月移動平均。

第3の示唆として、クレジットなどのリスク資産の見通しについては、2021年と比べて2022年は魅力度が低下すると考えられることが挙げられます。これは、中央銀行が世界的なインフレリスクへの警戒を強めており、今回の景気サイクルにおいて経済成長の伸び率のピークが過ぎたという運用チームの見方を反映しています。

経済成長の減速が運用チームの基本シナリオよりも大幅とされない限り、クレジットに対して全面的に弱気の見方とするには時期尚早だと考えます。しかしながら、景気サイクルの中間地点への移行が鮮明となるなかで、全体的な「ベータ」に対するサポートは弱くなると予想しています。クレジット全体に対する強気、弱気ではなく、資産内でのセクター・ローテーションなどの側面がより重視されることになるとみています。中央銀行の動向によって引き起こされる債券市場でのボラティリティの高まりはリスク性資産にも浸透し、多くの投資機会を提供する一方で、忍耐が求められるタイミングもあると予想しています。

# 本資料に関するご留意事項

本資料は、情報提供を目的としてシュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が作成した資料であり、いかなる有価証券の売買の申込み、その他勧誘を意図するものではありません。本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、内容の正確性あるいは完全性については、これを保証するものではありません。本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。シュローダー/Schrodersとは、シュローダーplcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。

※MSCIは、本資料に含まれるいかなるMSCIのデータについても、明示的・黙示的に保証せず、またいかなる責任も負いません。MSCIのデータを、他の指数やいかなる有価証券、金融商品の根拠として使用する、あるいは再配布することは禁じられています。本資料はMSCIにより作成、審査、承認されたものではありません。いかなるMSCIのデータも、投資助言や投資に関する意思決定を行う事（又は行わない事）の推奨の根拠として提供されるものではなく、また、そのようなものとして依拠されるべきものでもありません。

## シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90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