

インベスコ・フィックス・インカム

2023年12月

Turgut Kisinbay

Chief US Economist

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Meral Karasulu

Chief Emerging Market Economist

IN THIS ISSUE:

1. 11月IFIサミットにおけるマクロに関する結論
Page 01
2. 金利見通し
Page 13
3. 為替見通し
Page 15
4. 11月IFIサミットにおけるクレジットに関する結論
Page 16

11月IFIサミットにおけるマクロに関する結論

年に2回、インベスコ・フィックス・インカムのグローバル・プラットフォーム全体から投資家がIFIグローバル・インベスターズ・サミットの場集まり、世界のマクロ経済動向について意見を交わし、議論します。マクロ・テーマはIFIの投資プロセスにおいて重要な役割を果たしており、成長、インフレ、政策といったマクロ要因の枠組みは、マクロ・トレンドを予測し、市場の動きを解釈するのに役立ちます。11月15-16日のサミットでは、参加したパネリストたちが世界のマクロ動向について意見を述べました。その主な結論を以下にご紹介します。

米国

ソフトランディングの可能性 - FRBは5月に利下げを行う可能性

2023年の米国経済は予想を上回り、特に第3四半期は驚くほど好調な結果となりました。しかし、第3四半期の好調は一過性のものであり、トレンドの始まりではないと予想しています。金融引き締め政策が続けば、経済成長はトレンドを下回る水準まで鈍化すると予想しています。第4四半期の成長率は2.6%、2024年の成長率は1.3%程度に鈍化すると予想しています。今年、インフレは力強い成長にもかかわらず、よく持ちこたえています。来年もデイスインフレが続くと予想していますが、今後数カ月はインフレが続く可能性があると考えています。経済とインフレが減速するにつれて、FRBは来年前半に慎重な利下げを開始すると予想しています。その時点では、高金利と低インフレを背景に、金融政策は依然としてタイトなままとなるでしょう。早ければ5月にも利下げが実施されるでしょう。

緩やかな減速を示唆する4つの要因

米国の成長率は当面、潜在成長率を下回るまで減速すると予想しています。その後、潜在成長率である1.8%前後に徐々に戻ると考えています。この緩やかな減速はいくつかの要因によるものです：

1. タイトな金融情勢

夏以降、金融情勢は逼迫しています。金利は高く、借り入れにはコストがかかるため、今後の消費には悪影響が出そうです。年初から回復基調にあった住宅市場も再び低迷の兆しを見せており、自動車販売も低迷が続くと予想されます。自動車販売は、パンデミック時にチップ不足やその他の供給サイドのボトルネックにより急減し、完全には回復しませんでした。自動車価格の高騰と高額な自動車ローンが、現在さらに需要を妨げているようです。

2. 政策の遅行効果

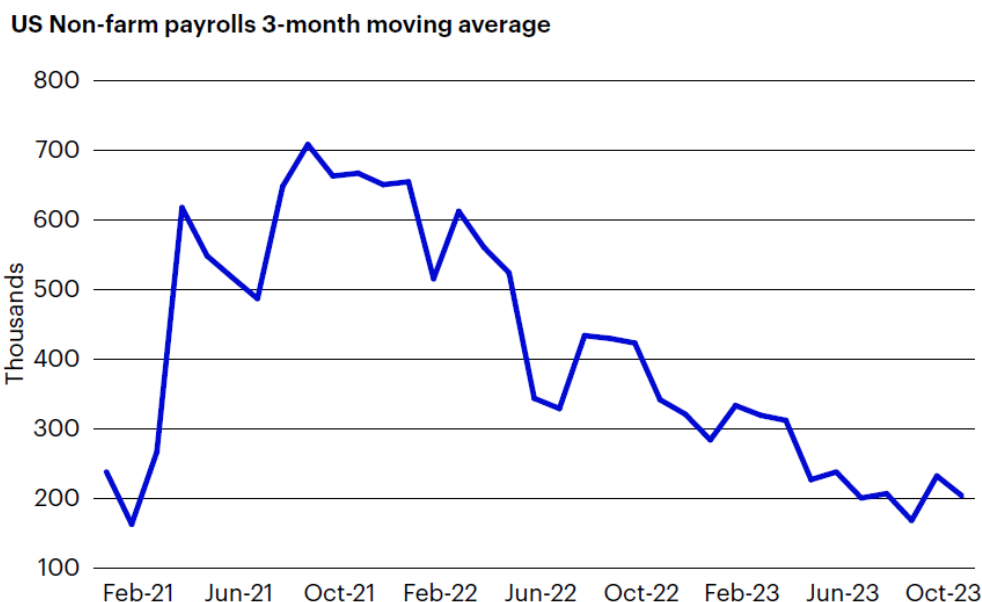
私たちは、金融政策のタイムラグは必ずしも長くないことを論じてきました。例えば、最初の利上げの市場価格への伝達は迅速で、住宅は急速に収縮に転じました。しかし、政策が他の分野に影響を与えるには時間がかかります。銀行が貸出条件を引き締めるには時間がかかりましたが、最新のシニア・ローン・オフイサー調査によると、銀行は引き締めを続けています。最近、高金利の中でローンの延滞が増加し、貸出活動にとって逆風となっています。このような経路から生じる引き締めはまだピークを迎えておらず、今後もある程度の効果が予想されます。

3. 労働市場の減速

雇用創出と賃金の伸びが鈍化しているため、総所得と支出の伸びは低下するはずですが、労働市場は依然として堅調でタイトですが、毎月の雇用創出は2022年夏の約40万人から、年明けには約30万人、最近では20万人へと減速しています¹。

最近の雇用統計に加え、広範な労働市場指標も減速を示唆しています。求人数は着実に減少し、採用率は低下し、現在はパンデミック前の水準にあります。消費者は雇用は以前ほど豊富ではなく、中小企業の採用意欲も低下しています。労働供給は、移民がパンデミック前の水準に戻り、プライムエイジの労働参加率がパンデミック前の水準を超えたことで改善しました。これは賃金上昇を抑制するのに役立つでしょう。

図表1：成長鈍化の理由は？ 労働市場の冷え込み



出所：US Bureau of Labor Statistics. Data from Jan. 1, 2021 to Oct. 1, 2023.

4. 特定のセクターにおける需要の伸び悩みが予想される

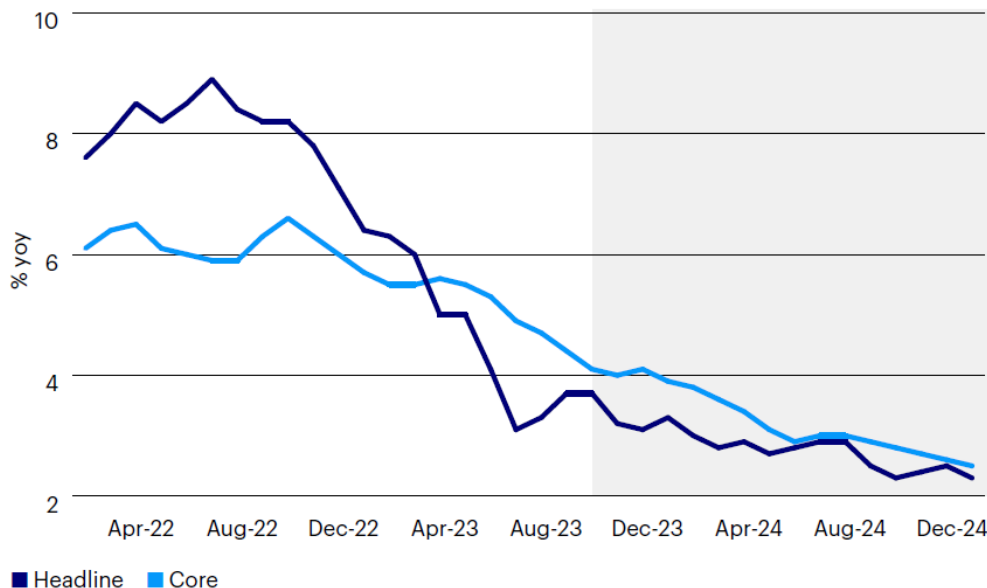
パンデミックはもはや大きな懸念材料ではなくなりましたが、その影響はまだ残っています。一部の商品やサービスに対する需要はまだ旺盛ですが、この需要は徐々に減少していくと予想されます。その代表例が海外旅行です。2年間の移動制限の後、消費者は全面再開後の国内・海外旅行先に押し寄せました。2022年と2023年は旅行の当たり年でしたが、需要の大部分は満たされたようです。今後、このような分野の需要成長はパンデミック以前のトレンドに正常化すると予想されます。

インフレ率：ピークから低下

年内はインフレが一時的に停滞するリスクがありますが、2024年初めにはディスインフレが再開すると予想しています。労働市場の冷え込み、住宅価格の減速、新車・中古車価格のデフレ、サプライチェーンの正常化など、いくつかの要因が物価上昇圧力の低下に寄与しています。

1. 出所: US Bureau of Labor Statistics.
Data from June 1, 2022 to Oct. 31, 2023.

図表2：デイスインフレだが、その途中には波がある
US CPI inflation projections



出所：US Bureau of Labor Statistics, Invesco. Data from Jan. 31, 2022 to Oct. 31, 2023. Invesco estimates thereafter.

逼迫した労働市場と高い賃金上昇が過去2年間の高インフレをもたらしましたが、労働市場は冷え込んでいます。住宅以外のサービス価格は賃金上昇率と相関関係にあり、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長はサービス価格を物価安定のリスク要因として強調しています。しかし、労働市場指標は全体的に労働市場の冷え込みを示唆しており、重要なのは賃金の伸びの冷え込みです。これはサービスインフレを抑制するのに役立つはずですが、住宅インフレは全体的な高インフレに大きく寄与してきたものの、現在の市場賃料と確立された調査に基づくモデルは、賃料インフレが正常化しつつあることを示唆しています。設計上、インフレ指数におけるシェルター・インフレの指標は、市場賃料より約1年遅れています。市場賃料は2022年秋にパンデミック前のレベルまで下落したため、今後数ヶ月でシェルター・インフレは緩やかになると予想されます。今後、月次および前年比のシェルター・インフレ率はパンデミック前の水準に収束すると予想されます。

自動車インフレもインフレ全体に大きく寄与してきましたが、2023年には顕著に低下しました。今後数四半期は自動車販売は低迷し、2024年にはさらにデフレが進むと予想されます。需要面では、値ごろ感が課題です。自動車価格の中央値は所得に比して高く、金融引き締め政策により借入コストは大幅に上昇しています。保険料や維持費も上昇しています。供給面では、グローバル・サプライチェーンの改善により制約が緩和されつつあり、当面はその傾向が続くでしょう。需要が落ち着き、供給が改善すると予想されることから、自動車価格は下落すると予想しています。全体として、2024年も物価安定に向けた進展が続くと予想していますが、コア・インフレ指標はFRBの目標値を上回る可能性が高いと考えています。

FRB（連邦準備制度理事会）

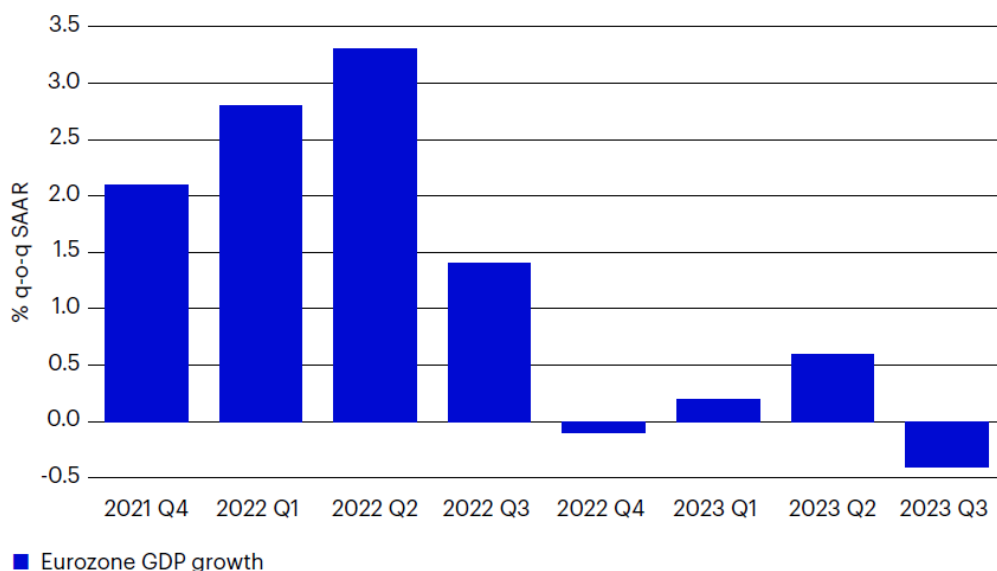
私たちの基本的見解は、景気後退はないものの、成長率がトレンドを下回り、労働市場が軟化するソフトランディング・シナリオです。この結果、米連邦準備制度理事会（FRB）は5月に利下げを開始すると予想しています。その時点でのインフレ率はまだFRBのターゲットを上回っている可能性が高いものの、インフレ率と成長率の低下は、名目・実質ともに減速している経済にとって金融環境が厳しすぎることを示唆するでしょう。とはいえ、積極的な利下げサイクルは、ソフトランディングと依然として高いインフレ率下においては整合性がとれない可能性が高いと考えられます。さらに、ソフトランディングのベースラインが実現すれば、リスク市場は好調に推移し、家計と企業の借入金利はピーク時の水準より低下し、貸出条件は改善し始めるでしょう。金融環境の緩和は、FRBが緩やかに利下げできることを可能にします。今のところ、来年は3～4回の利下げが妥当と思われる。

欧州

欧州は成長停滞に直面していますが、景気後退は避けられるはずですが、昨年、ロシアのウクライナ侵攻と一次産品価格の大幅な上昇により、欧州の企業や家計の間には、景気後退が確実視され、神経質になるのも無理もないという不安が欧州の企業や家計の間に広がりました。しかし、隣で戦争が起こっているにもかかわらず、欧州は景気後退を回避し、その経済は驚異的な回復力を見せています。

変動の激しいアイルランドを除けば、昨年の第4四半期に欧州経済が縮小することはなかったでしょう。しかし今年は、ロシアの侵攻という最初のショックから数四半期を経て、第3四半期に大幅な縮小が発生し、欧州経済は低迷しているように見えます。なぜでしょうか？

図表3：ユーロ圏：停滞か景気後退か？



出所：Eurostat. Data from Dec. 31, 2021 to Sept. 30, 2023.

欧州の成長に3つの逆風

私たちの見解では、それは高インフレによる所得ショック、金融引き締め、製造業の低迷の3つのファクターが挙げられます。

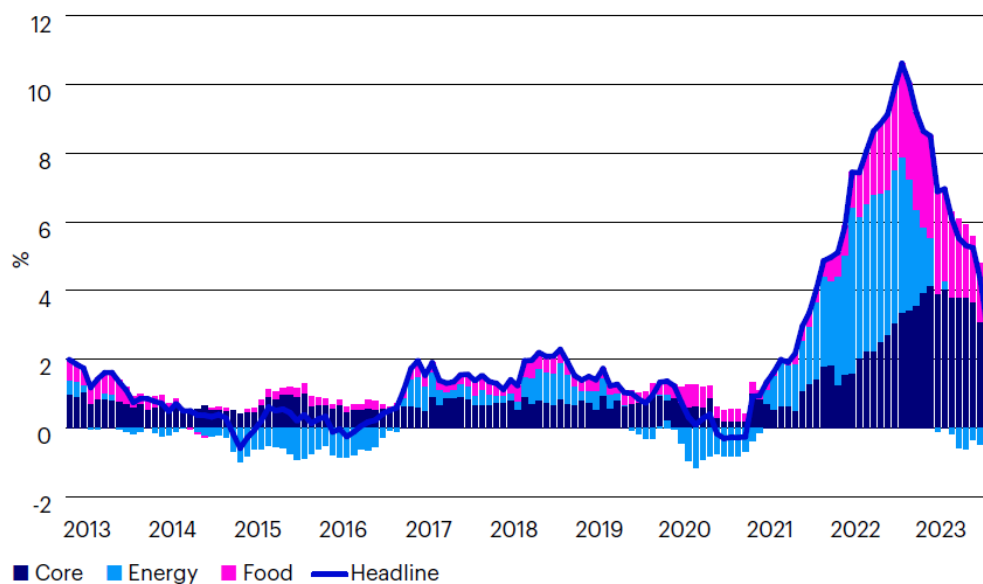
1. 所得ショック

高水準のインフレによる所得ショックは、現在もなお影響を及ぼしています。ウクライナ・ロシア戦争後、エネルギー価格と食料品価格は多少緩やかになったものの、依然として高止まりしています（図4）。

高止まりするエネルギー価格は、欧州の成長モデル、特に安価で信頼性の高いロシア産ガスに依存していたドイツの生産モデルを崩壊させました。液化天然ガスのような代替エネルギーは助けになりましたが、重工業には使えません。このようなエネルギー依存は欧州全体の成長見通しを鈍らせ、消費と投資が停滞している証拠をすでに目にしています（図5）。

図表4：ユーロ圏のインフレのほとんどは、需要主導ではなく、外部供給によるショックだった

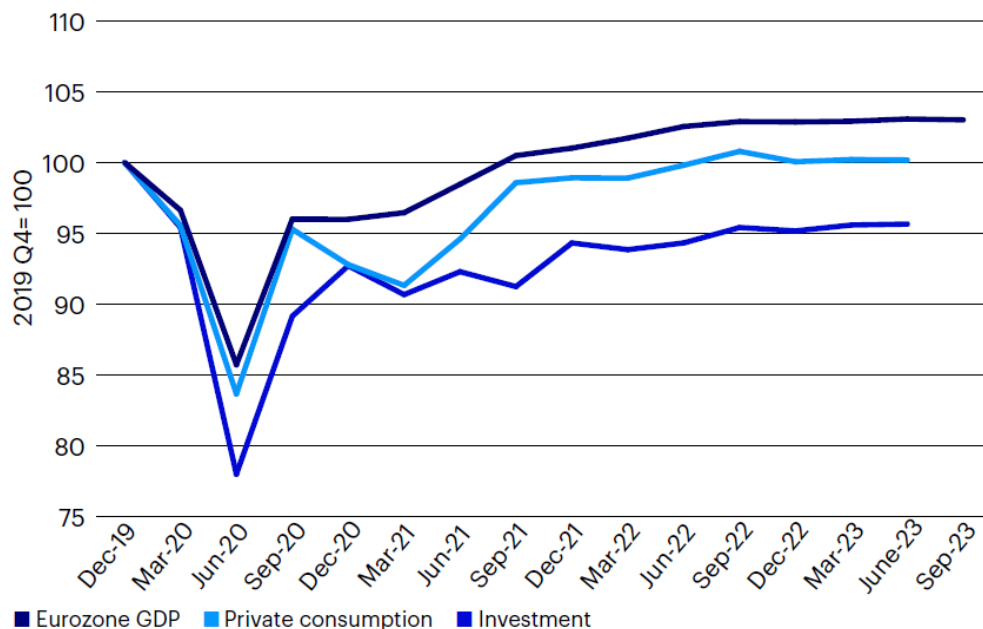
ECB: Headline inflation and component contributions



出所：Eurostat. Data from Jan. 1, 2013 to Oct. 1, 2023.

図表5：消費は依然として大流行前の水準、投資は大幅に下回る

Eurozone GDP, private consumption, and fixed investment



出所：Eurostat. Data from Dec. 1, 2019 to Sept. 1, 2023.

2. 金融引き締め

金融引き締めは、欧州の低成長を物語るもうひとつの重要な要因です。欧州のインフレショックは主に供給サイドによるものでしたが、他の先進国同様、金融引き締めを行い、マイナス圏から4%まで金利を引き上げました。欧州の金融政策は銀行中心のシステムであるため、より効果的であると考えられており、金利上昇をより迅速かつ強力で貸出コストに伝達することができます。

3. 軟調な製造業

製造業は、パンデミック後の消費者嗜好のサービス志向へのシフトを受けて、2023年には景気後退に陥っています。製造業と輸出大国としての欧州の地位を考えれば、商品価格と金利の上昇、中国の景気減速も要因となっています。

2024年には景気回復の可能性

消費と投資に対する所得ショックの悪影響、金融引き締め、軟調な製造業は、おそらく当分の間、欧州の成長にとって逆風であり続けるでしょう。しかし、こうした状況は改善し、2024年の景気回復を可能にする予想しています。私たちは、世界の製造業の落ち込みは底に近いと考えており、来年は中国が回復すると予想しています。また、来年半ばまでには、銀行による貸出スタンスも徐々に緩和されると予想しています。そして重要なことは、欧州中央銀行（ECB）の利上げサイクルが終了したと考えられることです。来年の金利の方向性がより明確になり、ECBは第2四半期に利下げを開始すると予想しています。インフレ率が低下し、名目賃金の伸びが過去の購買力低下を部分的に補うにつれて、実質賃金が上昇し、それが成長の追い風になると予想されます。実質賃金の上昇によって消費マインドが改善するのは驚くべきことではありません。実質賃金の上昇によって消費マインドが改善し、今後の消費を後押しするのは当然です。

回復基調にあるインフレ

インフレ率は2024年末までにECBの目標に収束すると予想しています。ユーロ圏のインフレの主な要因は食品価格とエネルギー価格であり、これが他のコア価格を圧迫しています。米国とは異なり、欧州の需要主導型インフレは限定的でした。今年に入ってエネルギー価格やその他の商品価格が安定したため、ユーロ圏の急速なデスインフレは続くとは予想されず、成長率と賃金の伸びも重要であり、成長率の低迷はデスインフレに寄与するはずでは

欧州中央銀行

私たちは、ECBは利上げサイクルを終了したと考えています。ECBの現在のガイダンスは、来年後半まで政策金利を現行水準で維持するとの見通しを示唆しています。一連のインフレ・サプライズの後、ECBはデスインフレの継続を確保し、時期尚早の緩和サイクルを避けたいと考えているようです。ECBはおそらく、春の賃金交渉が頑固な高賃金インフレを招かないよう注視するでしょう。ECBは、賃金上昇率が現在の4～5%の範囲を下回るまで緩やかになることを望んでいると思われる。

ECBの政策対応は、経済が停滞し、供給と信頼感のショックに見舞われている割には積極的でした。驚くにはあたらないことですが、インフレ率はここ数カ月で急低下しています。経済の低迷とインフレの緩慢さを考えると、ECBの政策指針は揺らいでおり、利下げは早ければ来年の春に始まる可能性があるとは私たちは考えています。

中国

新たな現実を受け入れる

11月のサミットでは、中国の政策立案者の間で何が最重要視されているのか、また、今後1年の経済の牽引役となりそうなのかを理解することに焦点を当てました。中国が成長モデルの転換期に直面するなか、政策立案者の優先課題を探りました。今後数年間の中国経済のパフォーマンスを予測する鍵は政策にあると考えています。最近の政策当局者のスピーチから、中国の政策方針が見えてきました。ここ数年、いくつかの重要なメッセージが繰り返されていますが、すべての市場参加者がそれを心に留めているわけではないと私たちは考えています。そのため、本サミットのプレゼンテーションのタイトルを“新たな現実を受け入れる”としました。

高品質の持続可能な成長

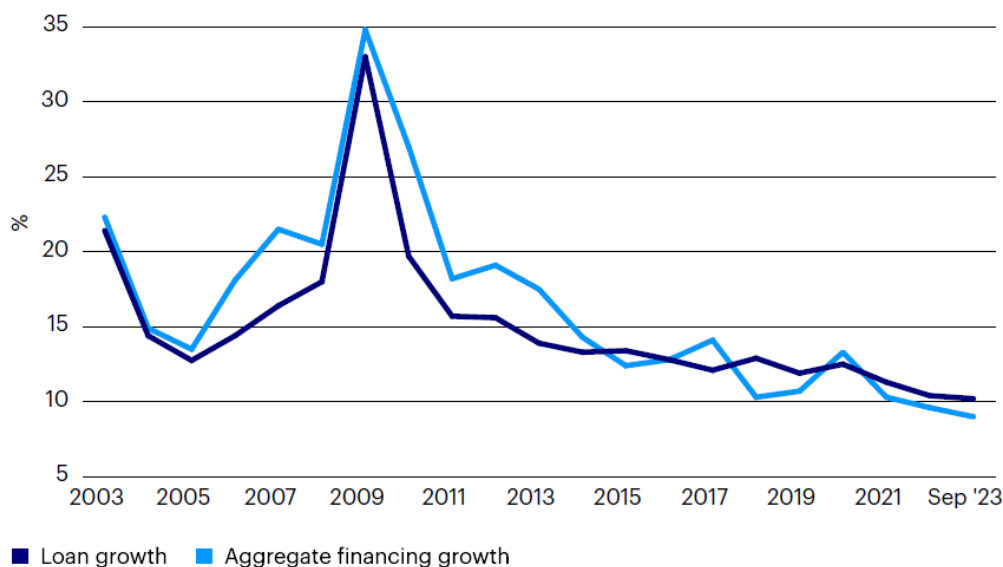
経済成長は中国の政策課題の中心です。多くの市場参加者は、政府は経済にさらなる刺激を加える必要があると考えていますが、政策立案者は質の高い成長と持続可能な発展、要するに量より質の高い成長を生み出すことに重点を置いているようです。

最近の講演で、中央銀行の潘功勝新総裁は年率5%の経済成長は「遅いものではない」と述べました。この移行には、技術、先端製造業、グリーン・ファイナンス、中小企業に資金を投入することで生産性を高める取り組みが含まれます。

信用動向は軟化

最近の公式声明では、より積極的な金融緩和への期待が低下しています。私たちはもはや積極的な利下げを期待しておらず、信用の伸びとそれに伴う経済成長の鈍化を予想しています。当局者は金融政策の安定を維持することの重要性を強調しており、これは十分な銀行間流動性を維持することを意味しますが、景気刺激策を打ち出すことはないと私たちは考えています。信用の利用可能性に関しても、政策当局は「既存の融資の効率的な利用」を強調しています。これは、政策立案者が潜在的に信用の伸びが鈍化することを理解し、受け入れていることを示しています。これは、政策立案者たちが、今後1年間の経済成長の鈍化を意味する信用の伸びの鈍化を理解し、受け入れていることを示しています。

図表6：中国の信用成長は低下傾向



出所：People's Bank of China, Bloomberg LP., Invesco. Data from Dec. 31, 2003 to Sept. 30, 2023.

中国の中央金融工作会議が先ごろ開催され、金融監督とリスク防止がテーマとなりました。私たちは、民間企業への融資と債券発行の安定化に関する指針が示されたことに驚きを隠せませんでした。

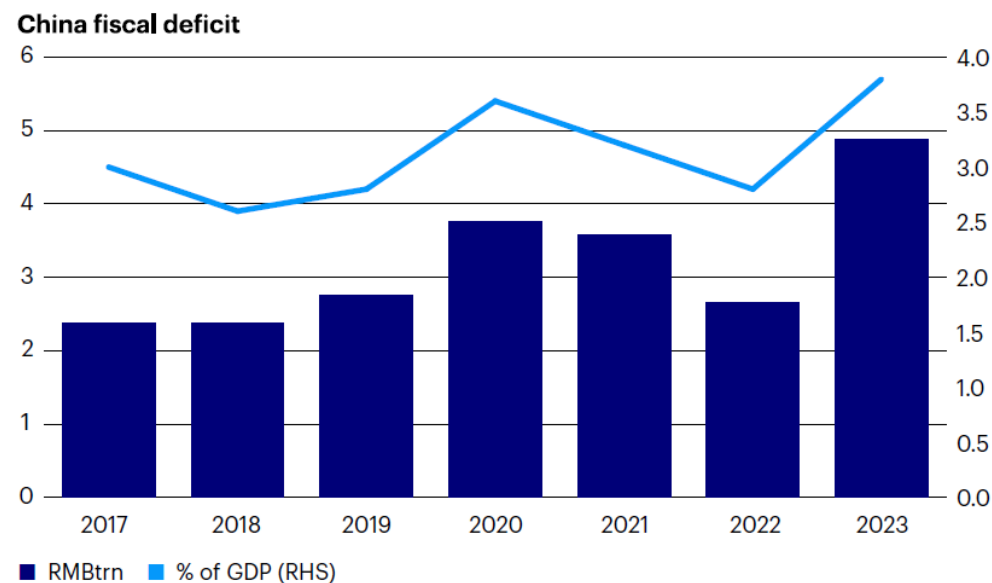
講演のハイライトは、中銀が多額の債務負担に直面している地方政府に対して緊急流動性支援を行うと発表したことでした。同時に、すでに多額の債務負担に直面している地域の債務増加を厳しく管理する計画も強調されました。

これは、海外投資家の主な懸念事項であるテールリスクとなる可能性が低いことを意味しています。しかし、増発債務の厳格な管理が提案されていることから、地方政府は今後、財政の柔軟性がさらに制約されることになり、それが今後の信用と投資の伸びの足かせになる可能性が高いと考えています。また、国際金融センターとしての香港の地位が固まったことにも注目したいところです。これは香港ドルのペッグ制に関する疑問の解消に役立ち、香港ドルのペッグ制は当面維持されるものと思われる。

金融政策は支援材料となるものの刺激的ではない

金融政策は2024年も成長のドライバーとなるでしょうか？図表7は中国の財政支出（GDP比%）が3.8%と数年来で最も高い水準となっていることを示しています。しかし、私たちは中央政府による財政支出は景気の下支え材料とはなっても刺激材料にはなっていないと考えています。地方政府も、特に最近の土地売却の不振が歳入を抑制していることを考えれば、ここから財政政策を引き締める可能性があると考えられます。

図表7：中国の財政支出：景気の下支えとはなっても刺激材料ではない



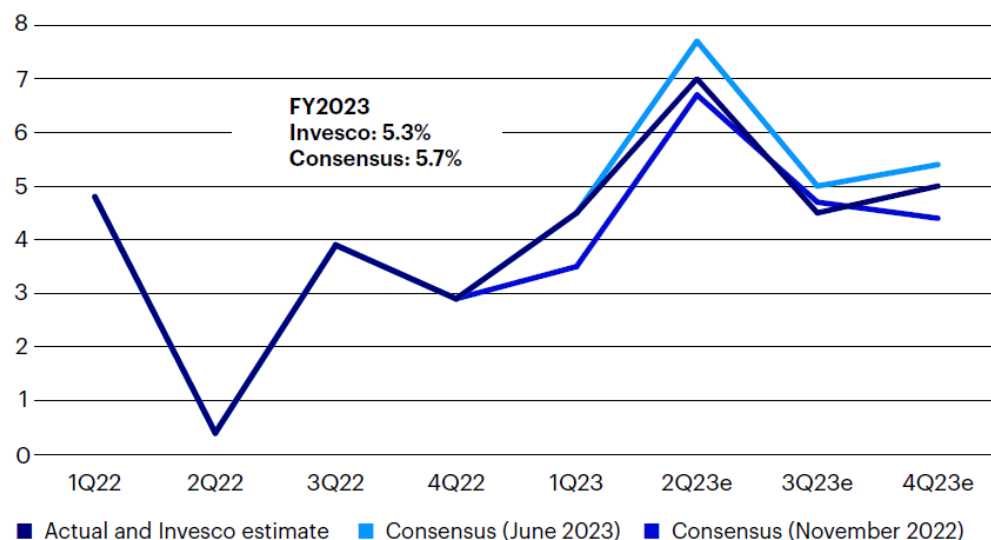
出所：Government report, Citic Securities. Data from Dec. 31, 2017 to Oct. 31, 2023.

中央政府には追加的なレバレッジをかける余地があると思われるが、地方政府と家計のバランスシートは制約されており、信用による回復の可能性は低いと思われる。このため、2024年の中国のGDPは市場コンセンサスの4%台後半に対し、当社は4%台前半とコンセンサスを下回る予想となっています²。2024年のインフレ率予想も1%前後と、コンセンサス予想の1.7%を下回っています³。

2. 出所：Broker reports, Invesco. Data as of Nov. 11, 2023.

3. 出所：Bloomberg LP., Invesco. Data as of Nov. 11, 2023.

図表8：中国のGDP成長率と私たちの予想



出所：Bloomberg LP., Invesco. Data from March 31, 2022 to Nov. 12, 2023.

私たちの予想とコンセンサスとの違いは3つの要因で説明できます：中央政府の財政赤字拡大による成長インパクトの低下、銀行の信用収縮圧力と地方政府の債務増加に対する管理強化による信用成長の鈍化、そして今後の1年間の世界需要に対するコンセンサスよりも建設的でないため、輸出成長の回復が鈍化すると予想していることです。金利への影響は低金利の継続ですが、現在の水準からの急激な低下はもはや期待できないでしょう。米国金利との大きな乖離と有利なオンショア資金調達条件を考慮すれば、中国のオンショア市場における企業の資金調達コストが3%であるのに対し、同じ発行体の米ドル債利回りが2桁であることに驚きはありません。このことは、中国の米ドル債市場が縮小している理由を説明するのに役立ちます。アジアのクレジット市場における米ドル債の供給は、以前に比べて激減しています。現在の利回り差を考えると、近い将来、あるいは中期的に利回りが逆転することはないでしょう。

政府の為替管理哲学にも手が加えられており、過去と比較して為替管理に若干の違いが見られると私たちは見えています。中央銀行は、人民元相場の決定には市場が決定的な役割を果たすが、投機的な行動を是正するための措置が取られることを強調しています。2023年後半の人民元固定と、人民元/米ドル為替レートを7.3に固定する努力に、より強い手腕が見られました。人民元を通貨バスケットと比較するという概念は以前ほど支配的でなくなり、米ドルと直接比較することに重点が置かれているように見えます。資本勘定は引き続き管理され、資本勘定の自由化はあまり重視されないと予想されます。

結論

政策立案者は最近の会議や演説でその見解を強調し、監督強化とリスク回避に重点を置き、経済成長の量より質を重視する姿勢を確認した。全体として、テールリスクは多くの海外投資家が懸念しているよりも低いと私たちは考えています。しかし、緩和策は以前予想していたほどには期待できないとも考えています。むしろ、成長支援策は、2008年の世界金融危機後や2015年に見られたような、全面的な刺激策ではなく、成長へのバッファーを提供する可能性が高いと考えています。地方政府支出の柔軟性の低下と銀行間のマージン圧力により、信用成長は今後鈍化すると思われる。したがって、2024年の中国のGDP成長率とインフレ率についてはコンセンサスを下回る予想を維持し、金利は低水準で推移すると考えています。このため、オンショア市場とオフショア市場の利回りの差が継続し、米ドル債のスペースがさらに縮小すると予想しています。人民元は現在、厳重に監視され、慎重に管理されており、通貨バスケットが果たす役割は以前ほど大きくはないと予想しています。人民元/米ドルの為替レートの動きがより注目されると予想されます。

エマージング市場

エマージング市場の回復力

新興市場（EM）は今年、底堅いことが証明されました。6月のサミットで私たちが説明した予測は、ほぼ現実のものとなりました。金利は高止まりし、インフレ率は徐々に鈍化すると予想していました。中国の景気回復は、政策支援とインフレ抑制に支えられ、年後半には安定化すると予想しました。これらのシナリオはほぼ現実のものとなりましたが、中東・アフリカ諸国とEM諸国は予想を上回る成長率を記録しました。成長ストーリーの例外は中国でした。中国は安定しつつありますが、その回復は脆弱でばらつきがあります。私たちのレーダーに映っていたリスクには、米国の景気後退の可能性（これは現実化していない）、地政学的緊張の再燃（これは現実化している）、不透明な米中関係（これは安定化しており、ガードレールとリスク回避につながっていますが、今のところデカップリングには至っていない）などがありました。

2024年の見通し

2024年の世界の成長率は、中東・アフリカ諸国の低迷により横ばいになると予想しています。また、中国を含む世界的な需要減退と新興国の国内金融引き締め政策により、新興国の成長も低調になると予想しています。中国の不動産セクターは依然として問題を抱えており、中国の持続的な消費拡大につながるようなセンチメントの改善はまだ見られないため、中国がEMや商品市場に与える全体的な影響は過去に比べて小さくなっていると考えています。このことは、新興国は中国からの需要増をあまり見込めないだろうという私たちの見解に通じ、したがって、新興国の景気サイクルは、主に国内および政策関連要因によって牽引されると予想されます。リスクという点では、この10年は地政学的緊張によって規定され始めています。中東の緊張は今のところ収まっており、ウクライナとロシアの紛争は膠着状態に陥る可能性があると考えていますが、状況は明らかに不透明です。来年の台湾の選挙もリスク要因のひとつです。軍事的エスカレーションのリスクはないと見ていますが、その結果、中台の緊張が再燃する可能性はあると考えています。

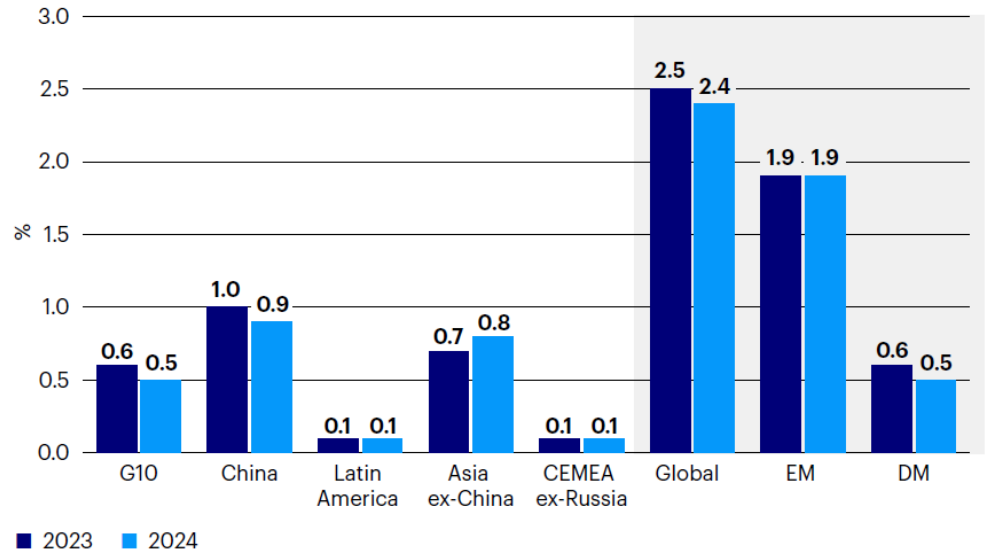
世界のインフレは粘り強いものに

世界のインフレ対策は概ね成功し、ヘッドラインインフレはほぼ半減しました。しかし、コア・インフレは、主にサービス面での頑固なインフレに牽引され、世界の中央銀行はタカ派的な姿勢を維持しています。その結果、市場は「長期金利上昇」に順応し、以前から予想されていた新興国の利下げはさらに先送りされました。最近、ラテンアメリカ、東欧・中欧、アジアの複数の中央銀行が、FRBの利上げサイクルの終了時期をめぐりリスクと、不安定な米長期金利を強調しています。そのため、一部の新興国の「長期金利上昇」への調整にはまだ時間がかかるかもしれません。しかし、2024年には早期利上げ派による更なる利下げ余地があるとみています。

世界の2024年成長予測、DMが重荷に

われわれの基本的な見方は、世界的な景気減速であり、その大半は中近東諸国、特に米国からもたらされます。中国については、2024年の成長率を4%台半ばと予想していますが、現在の予想以上に政策的支援があれば、5%まで上昇する可能性があります。中国の成長率のボラティリティは、中国の指導部は、成長ドライバーを不動産セクターから国内主導のハイエンド製造業へと数年単位で移行させることに中国指導部が注力しているためです。このような理由から、2024年に「グローバル・ベータ」がすべての新興国を救うと考えるのは非常に困難であると考えています。むしろ、成長、インフレ、政策ダイナミクスに関しては、個々の国に注目することを推奨します。中国を除くEM諸国は成長率が鈍化すると予想されますが、EM諸国の経済サイクルにはばらつきがあるため、全体レベルでは成長率の鈍化はわずかなものにとどまるでしょう。特にラテンアメリカと中東欧で予想以上の成長が見られた後、金融引き締め政策の影響と、中国を含む世界的な外需の減退により、EM諸国の成長は正常化すると予想されます。アジアの新興国については、新型コロナウイルス後のサイクルは異なっており、全般的にインフレ率が低下し、利上げが遅れ、成長がより安定しています。しかし、外需の低下にもかかわらず、コロナ後の国内経済の傷が徐々に癒えつつあることは、成長率を下支える可能性が高いと考えています（図表9）。

図表9：2024年、新興国の成長は横ばい、先進国の成長は軟化の見通し



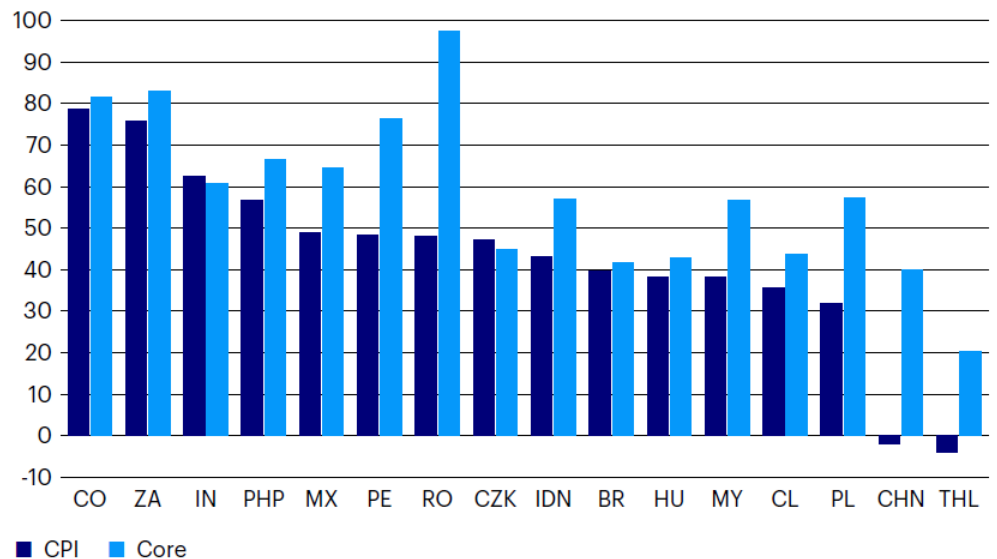
出所：Macrobond and Invesco projections. Data as of Nov. 8, 2023.

EMのパフォーマンスでカギを握るのは個別要因

私たちも市場も、新興国のインフレはさらに後退すると見えています。しかし、コア・インフレ率は多くの新興国で依然高水準にあり、またエネルギー価格ショックのベース効果が薄れつつあることを踏まえれば、今後インフレ面で前進を遂げるのはより難しくなると思われまます（図表10）。

加えて、新興国は、広範な指数化、国内インフレ率への高い為替への感応度、および先進国よりも低い中央銀行の信頼性という課題に直面しています。エルニーニョが食料品価格に及ぼす潜在的な影響も、一部の国、特にアジアのヘッドラインインフレに上昇リスクをもたらす可能性があると考えています。

図表10：ヘッドラインインフレ率は鈍化したが見込み、コアインフレの改善には時間を要す見込み



出所：Macrobond. Data as of Nov. 29, 2023.

対外面では、新興国の輸出量と価格が劇的に低下しており、これは新興国の交易条件と通貨にとって良い兆候ではありません。軟調な輸出実績はまた、原油価格ショックや地政学的リスクなど、他の潜在的なショックに対して各国の対外収支を脆弱なものにしています。財政面では、金利上昇に伴い公共部門の利払いが増加しています。EM諸国政府は現在、債務利払いの資金調達のために、外貨準備と収入の割合でより多くの支出を行っています。財政面における資金調達コストの上昇は、新興国の成長にとって拘束力のある制約となる可能性があります。私たちは、このようなダイナミックな動きが信用面で新興国を差別化すると予想し、今後数カ月間の投資パフォーマンスには新興国固有のストーリーが重要であろうという考え方を強めています。

Rob Waldner

Chief Strategist and Head
of Macro Research

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector
Portfolio Management

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

金利見通し

米国：ニュートラル。11月、米金利はそれまでの弱気の勢いが一転。イールドカーブのロングエンドは総じて利回り低下の恩恵を受け、イールドカーブは平坦化しました。金利の上昇は、暴落の原動力となったと思われるいくつかの要因が修正されたことを反映しています。最も重要なのは、最近のインフレ・データによってインフレが緩やかになっているとの確信が高まったことです（私たちのベース・ケース）。次に、成長データが第3四半期の高すぎる成長ペースから、より緩やかではあるが景気後退レベルではない成長へと減速していることです。第3に、米国債入札は総じて前月より好調に推移し、金利水準が上昇すれば十分な需要が見込めるという安心感を市場に与えています。市場は現在、2024年に4回以上の利下げを想定しています。これは私たちの経済ベース・ケースで保証されているよりもやや急速です。最近の上昇の大きさとFRBの積極的な利下げ観測を考慮し、私たちは長期的な価値を提供する市場であるとの見方を維持しつつ、戦術的な金利ポジションについては中立に転じています。

欧州：オーバーウェイト。私たちは欧州のデフレーションに前向きです。高金利、逼迫した金融情勢、信用成長率の低下に経済が苦戦するなか、インフレ率がECBの予想を上回るスピードで低下していることは明らかです。私たちの分析によると、ECBは2024年に大幅な利下げを実施するという予想を達成する見込みです。ECBメンバーの確固としたタカ派的なレトリックは、成長見通しの悪さへの懸念に取って代わられ、早ければ来年第1四半期にも利下げを開始すると予想されます。とはいえ、年明けには域内で新規発行のパイプラインがかなり充実することが予想されるため、償還期間の短い債券は堅調に推移すると思われるものの、満期の長い債券は苦戦を強いられる可能性があります。2024年の欧州金利のイールドカーブはよりスティーブになると予想されます。

中国：ニュートラル。中国国債はレンジ相場が続くと予想されます。中国人民銀行総裁の最近の発言は、流動性を適度に充足させ、資金調達コストを低水準に維持することへのコミットメントを示唆しています。同時に、「金融政策の安定を維持し」、人民元相場の「プロシクリカルな動き」に細心の注意を払うという発言は、積極的な利下げ余地が少ないことを示していると見ています。これに加えて、ヘッドラインインフレ率が底打ちする可能性もあり、来年も低水準にとどまる可能性が高いと考えます。

日本：アンダーウェイト。日本の10年国債利回りは、11月初旬にピークをつけた後、急低下しました。このラリーは他の先進国債券の上昇とほぼ同じでした。しかし、いくつかの国内要因も寄与しています。日本の第3四半期GDPが予想を下回ったこと、日本銀行（BOJ）が10月の会合でイールドカーブ・コントロール政策を事実上廃止した後、国債の買い入れを予想ほど減らしていないことなどです。日本国債の利回りが今後さらに低下する余地は相対的に限定的であると見ています。日本の基調的なインフレ圧力は、他国とは対照的に引き続き高まっています。したがって、実質国債利回りはこのサイクルを通じて上昇しておらず、経済状況や他市場との相対的な乖離が拡大しているように見えます。

英国：ニュートラル。より長期的なスタンスでは、英国のデフレーション・ポジションをオーバーウェイトとすることも可能です。しかし、最近の利回りの低下速度と低下幅から、現在のバリュエーションではより中立的なスタンスに傾き、利回りが有意に上昇した場合にはデフレーションを追加するバイアスがあります。インフレと賃金の緩やかな低下の兆しは、イングランド銀行（BOE）の利上げサイクルが5.25%でピークに達したとの確信を強めました。このデータにより、10年物ギルト利回りは先月4.15%まで低下し、市場は2024年の利下げ幅を75ベース・ポイントと見なしました。短期的な警戒は、第1四半期にギルトの供給予定が多いこと、最近の利回り低下が金融緩和につながって国内データが上向き始めている兆しがあることに基づいています。特に、労働市場のデータが失業統計の収集に関わる問題のために不透明な現状ではなおさらです。

豪州：オーバーウェイト。オーストラリア準備銀行（RBA）は、国内の成長データがまちまちであったにもかかわらず、第3四半期のインフレ率が予想を上回ったことを受け、11月に25bpの利上げを実施し、4.35%としました。RBAのブロック新総裁は、政策立案者はインフレ率のさらなる上振れサプライズを容認せず、インフレ率を目標レンジの2%から3%の中間点に戻すことを引き続き目指すと強調しました。RBAの11月の見通しでは、基調的なインフレ率が3%を下回るのは2025年12月以降と予想されており、当面は現行水準に近い金利が続くこととなります。

RBAのタカ派姿勢の影響は、先月の米国債やニュージーランド国債に対する豪州国債のアンダーパフォーマンスや、国内イールドカーブの急激なフラット化に顕著に表れています。しかし、10月のインフレ・データでは物価上昇圧力がいくぶん緩やかになっており、国内の成長率も依然低迷しています。市場が今後1年半の金利据え置きに近いと見ていることから、豪国債のパフォーマンスがさらに低下する可能性は限定的と見られます。FRBや他の主要中央銀行が利下げを実施しているときに、RBAが利上げを実施する可能性は依然として低いと見ます。加えて、豪州は来年の国債供給減少の恩恵を受けそうな数少ない国債市場の1つです。このような背景から、オーストラリアの長期金利が現在の水準から上昇する可能性は限られているように思われます。

Rob Waldner

Chief Strategist and Head
of Macro Research

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector
Portfolio Management

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

為替見通し

米ドル：ニュートラル。2024年に向けて、米ドルの見通しは微妙なバランスを保っています。米連邦公開市場委員会（FOMC）の一部の委員がタカ派的なスタンスを弱めていることに加え、インフレ率が予想よりも急速に低下している可能性があるため、米ドルは最近、他の主要通貨に対して軟調に推移しています。とはいえ、来年の米国の成長率は他地域よりも高いと予想されるため、年初数カ月はドルが比較的堅調に推移すると予想されます。2023年のような金利上昇を米国の消費者が乗り切れるかどうかにかかっています。

ユーロ：ニュートラル。ユーロの来年の見通しは、域内の成長とインフレの動きを考えると厳しくなっています。最近のインフレ率の急低下は、ここ数カ月のタカ派的なレトリックにもかかわらず、ECBが利下げに踏み切るきっかけになるかもしれません。低成長、低インフレ、緩和的な中央銀行は、ユーロにとって好ましい組み合わせではなさそうです。

人民元：ニュートラル。米ドル/人民元相場の主な原動力は、米ドルの主要通貨に対する強さだと考えています。中国人民銀行は、人民元相場の決定における市場の役割を強調する一方で、投機的な行動を是正するための措置も講じると述べています。2023年後半の人民元固定と、人民元/米ドル相場を一定水準以下に固定する努力に、より強い手が差し伸べられると見えています。今後1年間は積極的な利下げ余地が限られるため、米ドル/人民元相場には近い将来から中期的に上限が設けられると見えています。

日本円：ニュートラル。先月、円は対米ドルで上昇しましたが、金利差の大幅な縮小にもかかわらず、他の主要通貨のほとんどを下回っています。円の出遅れは、主に高ベータ通貨に有利なリスク心理の浮揚によるものです。これは、最近の金利再測定が、成長期待の下方修正よりも、予想よりも軟調なインフレに起因している可能性が高いという事実を一部反映しています。実質金利差は名目金利差ほど縮小していません。円相場がアウトパフォームするには、成長期待が低下し、リスク心理が弱まり、FRBやECBの金利引き下げによって実質金利差が縮小することが必要でしょう。2024年に向けて、このような環境は進展する可能性があります。特に欧州の成長率は景気後退の水準に近づいており、ECBの利下げは日銀の利上げと同時期に実施される可能性があるため、金利差は大幅に縮小し、ユーロ/円相場は重くなるはずですが、米ドル/円相場も同様の動きを見せるかもしれませんが、現時点では米国の成長率の方が底堅いため、FRBに対する緩和圧力は限定的です。

英ポンド：ニュートラル。英ポンドは先月、主要通貨の中で最も好調なパフォーマンスを示しました。この反発の一因は、第3四半期のポンド安とショート・ポジションを反映したものです。金利差はポンドのアウトパフォーマンスの明らかな要因ではありません。英国の成長率は第4四半期に改善の兆しを見せていますが、全体としては依然低迷しています。その結果、ショートカバーが一巡した後のポンドの上値はおそらく限定的と見ます。

豪ドル：オーバーウェイト。豪ドルは、ショートカバーとRBAのタカ派姿勢の強まりに支えられ、対米ドルで先月から反発しました。金利差は先月、米ドルとユーロに対して決定的に豪ドル有利に動きました。これは豪ドル/米ドルの為替レートにも反映されていますが、2024年の成長見通しははるかに弱く、中央銀行がよりハト派的なユーロや英ポンドと比べると、豪ドルは相対的に割安な水準にとどまっていると私たちは見えています。その結果、豪ドル・ロングの最大のチャンスは今後、対米ドルではなく、対ユーロと対ポンドかもしれません。中国の成長期待が景気刺激策によって回復し、豪州の商品輸出が下支えされれば、この動きはさらに加速するでしょう。

Matt Brill

Head of North America
Investment Grade

Niklas Nordenfelt

Head of High Yield

Thomas Moore

Co-Head of IFI Europe

Philip Armstrong

Co-Head of Asset Backed
Portfolio Management

Jason Trujillo

Head of Emerging Market
Credit

11月IFIサミットにおけるクレジットに関する結論

11月15-16日に開催されたIFIサミットでは、インベストメント・フィクスト・インカム（IFI）の全プラットフォームの投資チームのメンバーが、各市場を牽引するダイナミクス、ファンダメンタルおよびテクニカルな要因、バリュエーション、各セクターにおける投資機会について意見を交換しました。このセクションでは、彼らの意見交換のハイライトをご紹介します。

投資適格債券

投資適格債券はここ数週間上昇しています。そのきっかけとなったのは、FRBの利上げはおそらく終了しており、いずれ利下げが行われるだろうという市場の見方が広がったことでしょう。このようなマクロ環境は、今年金利上昇の圧力にさらされてきた銀行セクターにとって良い兆しであるとIFIは考えます。米国の銀行（大手・地銀）セクターと産業セクターのスプレッドに大きな開きがあることから、IFIは金融セクターに投資的機会があると見ています。

全体として、第3四半期の企業業績は順調に拡大を見せ、多くは予想を上回りました。各企業は、記録的な額の現金、資本、流動性を有し、非常に好調な状態で今年を迎えました。世界的なパンデミック（コロナ禍）の間、これらの企業は嵐を乗り切るための準備として、現金と資本の軍資金を蓄えました。そして、パンデミックから脱却すると、負債の返済を開始し、今年に向けた準備を整えました。最近の業績サイクルは、優良企業が小幅な景気減速をうまく切り抜けてきたことを示していると考えます。

市場見直し

2024年の投資適格債券を牽引するドライバーは需給であると見ています。現在の資金調達コストが6%～7%程度に上昇していること、また、信用の質が高く負債を増やさない選択も取れることから、優良企業は2024年に負債による資金調達に対する意欲を減退させると予想します。そのため、金利が現状のままであれば、2024年に向けて新発債の供給は大きく落ち込むと予想されます。具体的には、産業セクターにおける新規発行は今年度対比25%減少すると見ています。同時に、利回りの水準を考慮すると、債券に対する需要はここ最近で最も旺盛な環境になると考えられます。そのため、供給は減少する可能性が高いですが、FRBが利上げサイクルを終了するにつれて投資家がデレートの許容度を延ばしてきてくれることが期待できるため、マネーマーケットに投資されている約6兆米ドルの大部分が投資適格債券に向かうと予想します。

ハイ・イールド債券

現在のハイ・イールド債券市場を取り巻く環境は、ここしばらくで最も投資的機会があると見ています。例えば、欧州のクレジット市場は非常に分散されており、有利な「ストック・ピッキング」の環境が作り出されています。最近の市場ダイナミクスは欧米ともに堅調で、中央銀行の利上げが間もなく一服するか、あるいは既に利上げが終了しているのではないかとこの見方がその原動力となっていると思われます。市場のシナリオは現在、ややハードランディングからややソフトランディングへと見通しが大きく変化しています。

しかし、重大なリスクは残っており、より慎重な投資アプローチが必要であるとIFIは考えています。長期の金利上昇（Higher for longer）は市場の一部にストレスを与える可能性があるため、IFIは個別銘柄を注意深く精査し、最も確信が持てる銘柄を特定しています。ハイ・イールド債券が現在提供している強力なリターン・ポテンシャルを活用するためには、問題のある状況を回避することが重要であると考えます。

特に、高金利環境下で厳しい業績動向を示す企業やその収益が精査されています。イールド・カーブのロングエンドは、発行体が慣れ親しんでいる水準に比べ高止まりしており、カバレッジ・レシオを圧迫すると思われる。ハイ・イールド債券のカバレッジ・レシオは年初、約6倍で始まりましたが、現在は約5.2倍まで低下しており、過去の平均値である約4倍まで低下するとの見方が強いです。

このような環境では、ハイ・イールド債券市場のデストレストゾーンが最も厳しい状況になると考えられます。CCC格の市場にとって朗報なのは、2025年と2026年に発行額が増加する見込みではあるものの、今後1年間は発行額も償還期限を迎える債券もあまり多くないと想定されることです。CCC格を景気後退の文脈で考えると、平均的なCCC格の発行体は現在約7.5%のクーポンを支払っており、発行体が12%や14%での借り換えを余儀なくされた場合、カバレッジ・レシオは一気に1倍を割り込み、リストラクチャリングの領域に突入します。従って、今後の潜在的な経済的課題と金利上昇の背景から、このような環境下での質の低下には非常に慎重であるべきと考えます。

市場見通し

米国と欧州では、利回りの上昇とスプレッドの小幅な拡大が、バリュエーションの観点から、より魅力的なエントリー・ポイントを提示していると考えます。将来のトータル・リターンは主に今日の利回りに左右されると予想します。現在の「キャリア」は過去の水準から見ても魅力的であり、高収益の複利運用という考え方は数学的に強力です。損失率（デフォルトから回収率を差し引いたもの）は小幅にとどまると予想されるため、利回りの大半はリターンに転化できると考えます（米国債金利とスプレッドの変化の影響は考慮しないと仮定）。IFIは、デュレーション当たりの利回りが歴史的に見て高く、慎重な個別銘柄選択によって信用リスクを管理できる、デュレーションの短いハイ・イールド債券を選好します。その一方で、より質の高いハイ・イールド債券が魅力的なエントリーポイントを提供しているにも関わらず、リスク・プロファイルを拡大してまで利回りを追求する正当性はあまりないと考えます。

アジア市場では、インカム・リターンが今後数か月間のトータル・リターンの主な要素となる可能性が高く、個別銘柄選択とセクター配分によるクレジットの差別化が重要となると考えます。アジアのハイ・イールド債券市場には、インドの再生可能エネルギー、マカオのゲーミング、石油・ガスなど、ファンダメンタルズに回復力のある発行体など、明るい材料があります。また、IMFの支援や債務再編の進展により、アジアの新興高利回りソブリンに対する見通しも改善しています。アジアのハイ・イールド債券市場では、新規発行は限定的と見られますが、一部の発行体による買戻しや公開買付けが進むと予想されます。

証券化商品

ストラクチャード（証券化商品）市場は、いくつかの異なるマーケットで構成されます。住宅市場は比較的健全で、ストレスはほとんどないと見えています。住宅所有者はかなりの額の自己資本を抱えており、ほとんどの購入者の住宅ローン金利は低い水準にあります。そのため、住宅所有者にとってはやむを得ない事情が無い限り、借り換えや引っ越しをする大きなインセンティブはありません。住宅所有者から見た住宅ローン市場のエクイティバップアーの多さは、引き続き住宅市場における信用を支えています。

他方、商業用不動産ローン市場は住宅市場とはかなり異なる状況であり、その市場内では様々なストーリーが展開されています。多くのオフィス市場はストレスを経験しています。オフィスの需要不足と、金利の上昇や2023年3月以降ストレスに見舞われている地方銀行の融資能力の低下など、金融情勢の逼迫による厳しい資金調達状況が、オフィス市場に重くのしかかっています。ホテル部門も市場の一部で困難に直面しています。

例えば、レジャー旅行は増加傾向にありますが、ビジネス旅行は、特に企業がバーチャルな交流の利点を見出しているため、パンデミック前のレベルまで回復していません。そのため、住宅用不動産とオフィス用不動産、レジャー用不動産とビジネス用不動産など、市場のさまざまな部分で投資機会が分散してしまっています。また、物件ごとに違いもあり、大きなストレスを経験している市場もあります。一方、トロフィー物件や好立地物件は好調で、魅力的な機会を提供していると考えます。

市場見通し

エージェンシー MBS

FRBの利上げサイクルが終了に近づくにつれ、金利のボラティリティは後退すると予想され、これはエージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）のパフォーマンス、特に高クーポンのMBSにとってプラス材料になると思われる。エージェンシーMBSの期限前償還見通しは、引き続き、市場に大量に存在するディープ・ディスカウント債に牽引されています。一般的な住宅ローンの借り換え金利を300-400ベース・ポイント下回るクーポンを持つMBSの量は、ネガティブ・コンバクシティブを史上最低水準に維持しています。

RMBS

過去最低の値ごろ感にもかかわらず、住宅供給不足が住宅価格を押し上げています。季節的要因と住宅ローン金利の高止まりにより、今後数か月は住宅価格の上昇は緩やかになると予想されます。質の低いローンでは延滞が増加していますが、歴史的な低水準に近い状態が今でも続いています。ノンエージェンシーRMBSの供給が減少していることは、今年の市場に有利なテクニカル・サポートとなっています。

CMBS

物件の空室率は上昇し、賃料の伸びは鈍化しています。オフィス回帰の動きが停滞し、サブリースの動きが活発化していることから、オフィス物件は独自の課題に直面しています。借入コストの上昇と住宅ローン融資基準の厳格化により、今年満期を迎えるローンの借り換えが困難になっています。スペシャル・サービサーに移管された商業用不動産担保証券（CMBS）は増加しています。さらに、サービサーは、ローン満期時に待ち受ける高クーポンからの借り手の救済要請を受けるため、ローンの満期延長リスク（エクステンション・リスク）が高まっています。今年に入り、新発債の供給は減少しており、テクニカル面での後押しはあります。IFIは、パンデミック後の環境においてアウトパフォームが期待できる、AAA格のマルチボロワー・コンデュイット型およびシニア・シングルアセット・シングルボロワー（SASB）型の物件担保付エクスポージャーを選好しています。

ABS

資産担保証券（ABS）市場は、最近の広範な市場の乱高下にも関わらず底堅く推移しています。魅力的なバリュエーション、テクニカル面での下支え、管理可能な目先のファンダメンタルズが、この資産クラスを支えています。ABSは2023年に概ね良好なパフォーマンスを示しましたが、スプレッドは歴史的にみても、また社債と比較してもまだ魅力的な水準にあると見ています。イールド・カーブの逆転が続いていることも、平均残存年数の短いABSクラスの需要を支えています。ファンダメンタルズは今後数か月でやや弱まると予想し、低所得者層の消費者の健全性がさらに低下しないか注視する必要があります。市場のテクニカル面は今年末まで下支え要因となり、ABSセクター全体のスプレッドを下支えすると予想されます。

新興国債券

過去2年間、新興市場（EM）に影響を与えた重要な出来事の1つはウクライナ紛争でした。現在では、ロシア側、ウクライナ側ともに大きな前進や大きな状況の変化がないため、その関心は薄れているように見えます。また、この紛争が終結するきっかけも非常に不透明です。国際的な資産運用会社が保有する制裁対象外のロシア資産は現在、やや凍結されており、取引が困難であるため、EM市場におけるロシア・ウクライナ関連の資産は足踏み状態にあります。この戦争がEM市場に与えた重要な影響のひとつは、欧米諸国と対立する国への制裁が与える影響に投資家が警戒するようになったことです。EM市場は現在、中国と台湾の緊張の危険なエスカレートをテールリスクと見ているようです。

ロシアとウクライナの紛争、中国の不動産市場の崩壊、そして今回のイスラエルとハマスの紛争のような出来事は、EM市場ではやや孤立した出来事として捉えられているようです。しかし、このような出来事が増えれば増えるほど、EMに存在するリスクが浮き彫りになり、投資家、特に機関投資家の懸念材料となっていきます。これらの事象を総合すると、EMの投資適格債についても、今後、より高いリスク・プレミアムが必要になる可能性を示唆しています。

特筆に値する重要な前向きな進展は、EM市場のディストレストゾーンにおける足元の躍進です。最近まで、中国を含む多国間・二国間金融機関に対する新興諸国の債務再編はほとんど進展していませんでした。長らく暗礁に乗り上げていた中国が最近、ザンビアとの協調債務再編計画に合意し、他の不良債権国とも同様の合意に道を開く可能性が出てきました。これに反応し、債務不履行国債は急騰しました。この前向きな一歩は、現在および将来の債務整理の条件と時期が明確になってきたことから、フロンティア資産クラスとEMハイ・イールド債へのさらなる資金流入を促す転換点になると考えています。

市場見通し

当面は、米国金利がEM債券市場のトータル・リターンを牽引すると予想します。最近、米金利が大きく動いたにもかかわらず、EM債券のスプレッドは年初来で横ばいまたは縮小しています。IFIの見解では、EMのスプレッドは全体としては適正からやや割高に見える一方で、EM債券の資産クラスからの資金流出が市場の転換を引き起こしていると考えています。その結果、中核的なEM債券以外の社債、準ソブリン、高利回りのソブリン・クレジットに魅力的な投資機会が散見されるようになりました。歴史的に見て、高利回りは安定したマクロ環境下での魅力的なトータル・リターンを支えてきました。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループが作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的料率については信託銀行にご確認ください。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

インベスコ・アセット・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306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