

成長が鈍化してもチャンスはある

Investment Monthly | 日本版 / クレディ・スイス証券株式会社 | 投資期間：3-6ヵ月 | 2022年7月



日本の投資戦略
インフレから業績へ

ページ 3

日本アセットアロケーション
新興国国債を上方修正

ページ 5

グローバル投資戦略
株式のオーバーウエイトを維持

ページ 8



Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer



Burkhard Varnholt
Chief Investment Officer – Swiss
Universal Bank

投資家から見た今年の上半期は、まさに最悪な状況でした。MSCI ACワールドで測定される世界株式は21%下落し、S&P500は過去60年間で最悪のトータル・リターンを記録しました。同時に、金利は過去30年間の引き締めサイクルで観測されたどれをもはるかに上回る動きを見せました。上半期には、バークレイズ・グローバル総合指数で測定される世界の債券は15%下落しました。最近の資産価格は、投資家の関心が、インフレと中央銀行のタカ派的姿勢から、景気後退懸念の高まりによる成長リスクヘッジを反映しています。

今回の投資委員会は、依然として厳しい経済情勢を踏まえて、当社のポジショニングを議論するタイムリーな機会となりました。景気後退のリスクは高まっていますが、今後12ヵ月間、そのような事態になることは当社の基本シナリオでは想定していません。次ページ以降では、中央銀行が経済のソフト・ランディングを実現できるかどうかを検証しています。資産クラスでは、先進国市場全体で国債利回りが低下しており、当社が6月に国債の投資判断をアンダーウエイトからニュートラルに変更したことと整合しています。また、新興国の主要通貨建て債券は、魅力的な利回りが期待できるため、オーバーウエイトを維持します。株式については、投資家心理を測る逆張りテクニカル指標や調査データが引き続き強い買いシグナルを示していることから、米国株と中国株のオーバーウエイトを中心に、ポートフォリオでの適度なオーバーウエイトを維持します。中国ではCOVID-19のロックダウンの後、業績が回復し、それによって市場の回復が続くと見えています。

下半期を迎えるにあたり、以降のページの情報が高質なインサイトとなることを願っています。

日本の投資戦略 インフレから業績へ	3
日本アセットアロケーション 新興国国債を上方修正	5
インベストメント・ソリューション 2022年の投資テーマ：金融緩和からの出口	6
経済 中国以外は成長減速...	7
グローバル投資戦略 株式のオーバーウエイトを維持	8
スペシャル・トピック 収縮リスクが高まるなか、ソフトランディング	9
スペシャル・トピック 新興国市場に戦術的な機会	10
債券 主要通貨建て新興国債券を選好、債券エクスポージャーを増加	11
株式 注目される収益	12
オルタナティブ投資 景気減速局面で分散化メリットを示すヘッジファンド	13
外国為替 米ドルの次の展開は？	14
予想 一覧	15

編集部への締め切り：2022年7月14日

インフレから業績へ

良質なファンダメンタルを有する主要企業株に注目

利回り追求で注目する投資適格債、新興国ドル建て債

Soichiro Matsumoto
Chief Investment Officer Japan

スローダウンする成長

FRBは金融引き締めというブレーキを踏み込むことで、過熱気味だった景気をスローダウンさせている。ブレーキを踏みすぎてリセッションになるリスクは幾分高まったが、我々のベースシナリオではない。金利上昇に敏感な米国の住宅市場の過熱は、そろそろ和らぎ始めそうである。食品やエネルギー価格の高騰は、消費者の財布を直撃しパンデミックからの開放感から高揚していたセンチメントはダメージを受けている。

注目は、インフレから業績へ

金融マーケットの警戒心は、ターゲットをインフレ高騰から、次第に企業業績の成長リスクへとシフトしてきている。米国株のバリュエーションは、パンデミック前の水準まで調整が進んでいる。テクノロジー・セクターの企業は期待先行が行き過ぎたものもあり玉石混交だった。しかし金利上昇によるバリュエーション調整の過程で、業績のしっかりした成長が続いている企業も一緒に売り込まれてきた。市場の関心が、企業業績へとシフトする中で、良質なテクノロジー企業の株への投資価値は、見直される可能性が高い。地域的には、テクノロジーセクターの競争力が高く、ウエイトも大きい米国株がより注目されるだろう。

大いなる転換による混乱と求められるイノベーション

経済のグローバル化が進み、新興国で低コストでの生産拡大が可能となり、グローバルなサプライチェーンが整備され、私たちは世界中から欲しいものが欲しいときに手に入ることに慣れてしまった。この時代、供給の制約に関する警戒は後退、経済運営では需要対策に注目が集中していった。景気対策では需要を刺激するために、財政支出拡大や金融緩和が繰り返されたが、潤沢にある潜在的供給余力のためインフレ圧力はそれほど高まらなかった。結果として、経済の高成長は維持され、金利は低下基調が続いた。問題というと、需要刺激対策が長期化し金余りとなり、資産バブルが発生したことだろう。しかしこの問題も財政出動と金融緩和で乗り切り、結果として株価上昇と長期金利低下が続き、債務は膨張したが、インフレは低く安定していた。

このディスインフレと言われた状況は、供給制約が顕在化し始め、大きな転換点に立っている。供給面での制約をもたらしている要因は、パンデミックによる生産・物流の混乱による影響だけではなくなっている。先進諸国

では、国内生産の空洞化などで拡大した中間層の没落や貧富の格差是正への取り組みが重要な政治課題となり、生産拠点の海外移転を抑制し始めている。加えて、ロシアのウクライナ侵攻により鮮明になりつつある民主主義と権威主義の対立や安全保障への関心の高まりは、グローバルなサプライチェーンの展開にとって制約要件となるなど、より長期的な要素が影響し始めている。また主要国での労働人口減少と高齢化の進展は、生産の国内回帰による供給増を困難にし、先進諸国の潜在成長率を低下させている。

この供給面での制約により、需要を刺激しすぎるとインフレが上昇するようになっている。このため、これから世界経済は以前のように好況と不況のサイクルが戻り、より緩やかな成長になるだろう。国家間での経済競争で優位に立つには、この制約のもと生産性を高め、相対的な成長力を高める工夫が求められている。

このイノベーションを生かすには、社会全体が経済などの仕組みを変えていく勇気と意欲を示す必要がある。15年前の6月にアップル社が発表したスマートフォンは、その後の私たちの生活やライフスタイルを大きく変化させ、経済を大きく成長させ、その恩恵を受け高成長を遂げる企業を多く輩出した。とりわけイノベーションの中心となったアメリカ経済への恩恵は計り知れない。

長期投資テーマ「スーパートレンド」の視点

クレディ・スイスが提唱する「スーパートレンド」という長期投資テーマの出発点は、人口動態の変化（労働人口減少、少子高齢化社会の到来など）による潜在成長率の低下に伴う問題を如何に克服していくかという視点である。このテーマでの勝ち組になる企業にとって重要なポイントは、社会を変えていく力があるかどうかだ。言い換えるとイノベーションもたらそうとする企業や起業家にとって、変化を受け入れてくれる社会（国）でビジネスをスタートすることが重要なのだ。そうでなければ、せっかくのアイデアや努力は報われないからだ。タイミング的にも、事業環境が厳しい時期や先行き不透明感が強い時期に有望な新しい芽が生まれていたことは、長期投資家は常に留意しておく必要があるだろう。

成功する起業家像

ではイノベーションをリードする起業家とは、どんな人たちのだろう？ 起業は、リスクを恐れない若者の専売特許だというイメージがあるかもしれないが、本当だろうか。

アメリカの全米経済研究所（NBER）が2018年4月に発表したワーキングペーパー「Age and High-Growth Entrepreneurship」によると、最も成功した起業家の年齢は45歳だそうだ。また成功する確率も、起業する人の年齢が上がるにつれ高まる傾向があるそうだ。アップル社のスティーブ・ジョブズ氏は20代で創業したが、事業の成功は40代でCEOに復帰し50代で発売したスマートフォンの成功からだろう。NBERの分析では、他の米IT大手企業創業者（アマゾン、グーグル、マイクロソフト）も事業の評価が最も高まったのは創業者が30代後半から40代になったころだったと分析している。

日本はどうだろう。日本政策金融公庫の「2020年度新規開業実態調査」によると、開業の中心は40代で、しかも管理職経験者だそうだ。調査対象は、コロナの影響が出る前の2019年4月から9月に融資した開業1年以内の企業だそうで、コロナの影響が出始める前に開業した企業のデータだろう。しかし調査時点は20年9月で、コロナでマイナスの影響がある人が8割に達するが、7割以上が開業に満足しているそうだ。

日米の実態調査から見えてくる成功する起業家の像は、30代から40代で社会経験が豊富（失敗も含めて）な人物で、社会の変化をリード（周りを巻き込んでいく）できる人だろう。日本が豊かな国であるためには、日本社会が変化を受け入れていく力を高めていく必要がある。その上で、イノベーションをリードできる経験ある人材にチャンスを与えていけるかどうかが重要となるだろう。

投資の視点では、大規模金融緩和による期待先行で実体以上に評価された資産価格の影響がマーケットから剥落し、世界経済の枠組みが大きな転換点を迎えている今こそ、長期投資テーマへの理解を深める良い機会と考えている。

お勧めする投資戦略

世界経済は、金融引き締めにも耐え成長を続けていくことが可能だと考えている。70年代とは異なり、世界経済がスタグフレーションに陥る可能性は低いだろう。マーケットがリスクシナリオを織り込みながら、経済成長が持続する状況では、リスク管理を徹底しつつ、グローバルな資産配分戦略に沿って分散されたポートフォリオを維持することを推奨する。

アルファ(超過リターン)を狙う投資

- 1. 長期投資テーマ「スーパートレンド」：世界経済の枠組みが転換しつつある中、より長期的な変化の潮流に注目した投資アイデアは引き続き良好なアルファを提供していこう。労働人口の減少や高齢化進展などがもたらす長期的投資チャンス（生産性向上への投資、格差解消や持続性向上への取り組み、新しい消費ニーズなど）に注目。

- 2. ESG投資：サステナブルな社会を目指す取り組みを支持する動きは、年々高まりを見せている。ESG投資への長期投資資金流入は、これからも継続していくだろう。ESG投資の傾向として、小幅なアルファに加え、強い下値抵抗力があげられる。
- 3. 米国株：米国経済の成長力は、高まるインフレ圧力やロシアにより一層エスカレートされる可能性のある地政学リスクに対して抵抗力を持っている。米国株は、経済環境の変化を織り込んだとみられ、バリュエーションは金利上昇予想を織り込んだリーズナブルな水準にある。市場の注目が、業績に向かうことで、米国株の相対的魅力は見直される可能性が高いだろう。とりわけ堅調な成長が期待できるテクノロジーセクターや大型株が魅力的である。アルファを狙う戦略では、グローバルなテクノロジーセクターや地域的には米国株に注目をしていきたい。

金融政策正常化に備える

- 1. 債券デュレーション短期化：金利上昇の影響を緩和する直接的な手段として、デュレーションを短期化するものがある。米ドル建て債券は、FRB利上げを織り込み長短金利差が縮小する形で、イールドカーブが上昇している。デュレーション短期化によるリスク抑制効果は、以前ほど大きくはないだろう。ただ金利上昇はまだ続くともみており、短期化したデュレーションをロールオーバーすることで、リスクを抑制しつつ一定のイールドを稼ぐ投資を検討していきたい。
- 2. 投資適格債、新興国のドル建て債券：金利水準の上昇で、投資適格債や新興国のドル建て債券の利回り水準は魅力的なものになってきている。金融引き締めと成長のスローダウンで、クレジットの脆弱な発行体には潜在的なリスクが高まっている。このため投資適格債や新興国のドル建て債券が、利回り確保戦略として魅力を増してくるだろう。

パンデミックの教訓を生かす

- 1. コア投資としてのグローバル分散投資：予期せぬリスクに対応するには、グローバル分散投資を、ポートフォリオのコア投資として活用することが有効だと考えている。また経済の好況と不況の循環が戻ってくると、株式と債券などの分散効果が一層高まると考えられる。
- 2. オルタナティブ投資にアロケーションを積み増す：リスク資産の期待リターンが、モデレートな水準に留まると想定される。プライベートエクイティ、プライベートデットなどのオルタナティブ投資への配分を増やし、リスク調整後リターンの向上を図ることを推奨する。

(14.07.2022)

新興国国債を上方修正

先進国の国債については、ポートフォリオにおけるアロケーションを中立に維持
株式のオーバーウェイトを維持

Maki Shimizu
Investment Strategist – Japan Strategy

主要通貨建て新興国債券を選好

先月の国債の投資判断の引き上げに続き、当社は新興国国債(主要通貨建て)についても、中立からオーバーウェイトに引き上げる。米金利の上昇余地は残るものの、景気後退懸念が高まる環境下、その上昇速度は鈍化する見込みであり、新興国国債のリスクも限定されよう。

(12.07.2022)

円建て国際戦術的資産配分 (TAA、バランス型)

	バランス型 TAA			対ベンチマーク		ベンチマーク SAA 2022
	2022年6月	2022年7月	変化	2022年6月	2022年7月	
流動性	2.5%	2.5%	0.0%	-2.5%	-2.5%	5.0%
債券	32.5%	32.5%	0.0%	0.0%	0.0%	32.5%
日本円	2.5%	2.5%	0.0%	-2.5%	-2.5%	5.0%
日本円	4.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%
グローバル社債	19.0%	19.0%	0.0%	-0.5%	-0.5%	19.5%
グローバル・ハイ・イールド 債	3.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%
米ドル建て新興国債券	3.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%
米ドル建て新興国社債	3.5%	3.5%	0.0%	0.5%	0.5%	3.0%
グローバル転換社債	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
株式	51.5%	51.5%	0.0%	1.5%	1.5%	50.0%
日本	21.0%	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%
世界(日本を除く)	30.5%	30.5%	0.0%	1.5%	1.5%	29.0%
スイス	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
ユーロ圏	2.0%	1.0%	-1.0%	0.0%	-1.0%	2.0%
北米	15.5%	16.5%	1.0%	1.0%	2.0%	14.5%
英国	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%
オーストラリア	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
新興国市場	3.5%	3.5%	0.0%	0.5%	0.5%	3.0%
中南米	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
アジア太平洋	3.0%	3.0%	0.0%	0.5%	0.5%	2.5%
欧州・中東・ アフリカ	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
オルタナティブ投資	13.5%	13.5%	0.0%	1.0%	1.0%	12.5%
テーマ	7.5%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%
不動産、日本	3.5%	3.5%	0.0%	1.0%	1.0%	2.5%
ヘッジファンド	2.5%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%
プライベート・エクイティ	7.5%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%
合計	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

出所：クレディ・スイス

2022年の投資テーマ：金融緩和からの出口

2022年の折り返し地点を迎え、当社は投資テーマを一部修正する。金融政策からの出口を見込んだイールド代替運用の中で、グローバルREITの推奨を高格付けのクレジット投資に差し替え、それに呼応する投資ソリューションを取り上げる。

Maki Shimizu
Investment Strategist – Japan Strategy

投資テーマの修正：クレジットの妙味

今年上期は、新たな債券投資に取り組みにくい相場環境だった。大きなテーマとして、昨年からの金融政策の正常化が意識され、金利の継続的な上昇基調が想定され、クレジット・スプレッドも堅調に拡大した。ボラタイルな相場地合いが想定されていたこともあり、固定クーポン商品がもたらすリスクを回避するために、当社は2022年の投資テーマの中で金融緩和からの出口を取り上げ、変動金利商品や債券デュレーションの短期化、そしてグローバルREITなどのイールド代替商品を用いて、イールド確保の戦略を推奨してきた。

ただ、中央銀行による利上げ加速を受けて、住宅市場の伸び悩みが指標でも示唆されている。そのため、家賃収入の伸びにもブレーキがかかり、REITの投資妙味を見直すタイミングだと考える。また、金利見通しを左右するインフレ圧力は、ウクライナ情勢や中国ロックダウンによる供給制約の影響などが追加的な押し上げ要因となり、年初の市場コンセンサスで想定されていた春先にインフレ圧力のピークアウトは後ずれした。

しかし、ここに来てインフレ見通しに変調が見られる。当社は、6月にグローバル国債の投資判断をアンダーウェイトから中立に、7月に新興国のそれを中立からオーバー

ウェイトにそれぞれ引き上げた。いずれのケースも、金利の上昇ペースが鈍化するという見立てが背景にあり、ブレイクイーブン・インフレ率で示されるインフレ期待の変化の兆しと共に、当社が今四半期に想定するインフレ圧力のピークが現実味を帯びてきている。そこで、当社は2022年下期に注目すべきテーマとして、高格付け社債に注目する。ハイ・イールド債や低格付けのクレジットについては、借入コストの上昇による負担増やデフォルト率の上昇が見込まれるため、引き続き慎重にみている。

イールド確保の投資ソリューション

民間(企業・家計)のバランスシートは堅調で、当社の世界経済見通しでは、中央銀行が金融引き締めを進める環境と経済成長に対するショックにも耐え得ると考える。経済成長が著しく腰折れしなければ、景気見通しが悪化してもクレジット投資のパフォーマンスは二極化しよう。そこで、当社は財務の健全性と流動性が重要だと考え、アジアと南米を中心にBBおよびBBB格付けの投資適格債を選好する。信用度も上位かつスプレッドの妙味も高い同格付け区分は、景気後退リスクを既に織り込んでおり、倒産リスクも、過去と比べて過度に悲観的に振れている。そのため、市場が「最悪のケース」を既に想定済みであると判断される。まだ見通しに不確実性は残るものの、スプレッドの妙味と市場センチメントを勘案すると、投資機会として一考に値しよう。ソリューションを選別する際、景気敏感セクター以外の発行体を採用することもリスクヘッジとして有効だろう。(12.07.2022)

2022年の日本の投資テーマ

テーマ	戦略	投資ソリューション
1. 潜在成長率を上回る経済成長と持続的なインフレ	長期アルファ追求	長期的投資テーマ「スーパートレンド」、長期アルファ狙い
	ESG株式投資：ESGインテグレーション/ESGテーマ投資	ESGファンドを活用し、従来の投資プロセスにESGを取り込む、特定のサステイナブル投資の成長に注目
	サプライチェーン復旧と設備投資増加	ブラックロック・USベーシック・バリュー・オープン、フィデリティ・米国優良株・ファンド、米国株プロモーション・リスト(個別株式)
2. インフレが促す金融緩和と出口、市場のボラティリティ・リスクの増大	デュレーション短期化でリスク低減	CSグローバル・シニアローン・ファンド、プレミアム・マンデート(ローリング・マチュリティ戦略)
	イールド向上	高格付けクレジット(新興国/投資適格債)
3. パンデミックの教訓と、ぶり返す感染リスクへの警戒継続	リスク低減	CSポートフォリオ・ファンド USD(イールド/バランス/グロース)、ピクテ・マルチアセット・アロケーション・ファンド、プライベート・マンデート(インデックス)、プレミアム・マンデート(グローバル・イールド・クラス戦略)
	コア&サテライト戦略	オルタナティブ投資へのウェイトを高める私募投信など

出所：クレディ・スイス

中国以外は成長減速...

すべての主要国のGDP成長率予想を引き下げ、現在はトレンドを下回る成長を予想している。

しかしながら、引き続き主要国は今後6~9ヵ月間は景気後退を回避できるとみている。

Peter Foley
Economist

高インフレが実体経済をむしばみ、中央銀行を積極的な政策引き締めを駆り立て、消費者および企業信頼感に影響を及ぼしている。当社は最近、主要国のGDP予想を引き下げ、現在は世界経済成長がトレンドを下回るとみている。世界のGDP成長率は今年は平均2.9%、2023年は2.1%になるとみている。

米国、ユーロ圏およびその他の主要国は今後6~9ヵ月間は景気後退を回避するとみている。しかし、低成長は経済が新たな衝撃に脆弱であること、または予想より厳しい政策引き締めが経済を景気後退に押し進めることを意味する。

米国の経済成長は長期的に低迷する可能性

米国の成長予想を大幅に引き下げた。米連邦準備制度理事会（FRB）の急速な引き締め、リスク・プレミアムの上昇および世界経済の成長減速など全てを受けて、米国経済は長期的に低迷する可能性が高い。成長率は今年は平均2.1%となり、2023年は1.2%に減速するとみている。

景気後退の可能性は低くないが、成長減速がより全般的な低迷に陥るのを防ぎうるバッファは引き続き存在する。家計および企業財政は依然として健全であり、強制的なレバレッジ解消を伴う経済の縮小というよりも、景気循環的な消費の緩やかな低迷となる可能性が高い。サービス消費はトレンドを大きく下回っており、サプライチェーンへの圧力が投資の延期や在庫補充につながるだろう。

しかしながら、これらのバッファには限りがあり、低迷は年初に予想していたよりも遥かに近づいている。緩やかな衝撃でさえも、こうした結果になる可能性を高め

るだろう。冴えない世界経済の成長とリスク資産の更なる下落が短期的な主要リスクである。根強い高インフレまたは今年後半の賃金上昇の加速を受けて、FRBは更に積極的に引き締めを進める可能性が高く、来年の経済の収縮の可能性は高まるだろう。

欧州はリスクが最も高く、中国は例外

欧州は最もリスクが高い。当社は現在、ユーロ圏の成長率は2023年はわずか0.7%に減速し、1.9%のコンセンサス予想を大きく下回るとみている。しかし、高水準の家計の超過貯蓄や回復するサービス活動が、ユーロ圏についても景気後退入りを回避する一助となろう。そして新たな景気刺激策がエネルギー価格からの圧迫を部分的に和らげるのに役立つ。しかし、トレンドを下回る成長は、経済の追加的な悪材料を吸収する能力が限定的であることを意味している。例えば、ロシア産ガス供給が更に30%削減されれば、ユーロ圏は景気後退に傾く可能性が高いだろう。

中国については、経済再開と大幅な信用および財政刺激策のおかげで、今年後半には成長が回復するだろう。2022年の中国の景気対策は2020年のものに類似したものになるとみているが、新型コロナウイルスによる混乱の経済への足かせはこれまでのところ以前より小幅にとどまっている。これが世界経済の低迷をある程度相殺するだろう。

結論として、世界経済の長期見通しは、インフレの「根強さ」の程度およびインフレの安定化に必要な金融政策の引き締めの規模に大きく左右されることになる。当社は中央銀行が今後数ヵ月間は積極的に金融政策の引き締めを続けるとみている。インフレが明らかに後退し始めれば、この前倒しにより2022年末に向けて引き締めのペースは減速する可能性がある。
(08.07.2022)

株式のオーバーウエイトを維持

グローバル株式の戦術的なオーバーウエイトを維持する。セクターでは、優れた収益が期待できるITセクターを愛好する。

さらに、魅力的なリターンを提供する新興国の主要通貨建て債券を愛好する。

Philipp Lisibach
Chief Global Strategist

過去数週間の資産価格は、投資家の関心がインフレと中央銀行のタカ派的姿勢から成長リスクへと移行したことを反映している。先進国市場全体で国債利回りが低下したことでリターンはプラスに転じ、先月当社が国債をアンダーウエイトから中立のポートフォリオ・ポジションに変更したことを裏付ける結果となった。株式は、エネルギーなどのシクリカルなセクターがアンダーパフォームし始めるなど、非常に不安定な状態が続いている。成長に対して最も敏感な資産クラスの一つであるコモディティは、最近の上昇分を一部失った。

クレディ・スイスの投資委員会は、経済見通しにおいて景気後退リスクが高まったと結論づけた。金融環境が引き締まる中、米国と欧州の経済指標は、金利の影響を受けやすい米国の住宅市場などの分野で弱まっている。エネルギーと食糧価格の上昇は実質可処分所得を圧迫し、世界的に消費者心理を冷え込ませている。しかし、当社は米国と欧州の成長見通しを引き下げたものの、今後1年間の景気後退については、引き続きリスクではあるが、基本シナリオには含めていない。中国は、COVID-19規制の緩和が景気回復の引き金となり、現在は強力な景気刺激策によって強化されているため、引き続き異なる成長軌道をたどっている。

短期的な戦術的上昇の可能性

投資家センチメントを表す逆張りテクニカル指標や調査データは、株式に対して引き続き強い戦術的な買いシグナルを出している。従って投資委員会は、米国株と中国株のオーバーウエイトを通じて、ポートフォリオにおける適度な株式オーバーウエイトを維持している。中国の景気回復が業績を下支えし、それによって市場の回復が

続くと思われる。米国市場はテクノロジー銘柄の比率が高いが、投資家はその中で、ファンダメンタルが健全かつ、下落時に無差別に売られたことでバリュエーションに妙味が出ている銘柄を探すべきである。グローバルなITセクターは、優れた業績が見込まれるため、オーバーウエイトに変更した。ユーロ圏の株式については、景気後退の影響を受けやすいことから戦術的アンダーウエイトとした。

注意すべきは、一時的な上昇の可能性は高いものの、マクロ経済環境は中期的に株式にとって厳しい状況が続くと思われることだ。米国と欧州でインフレのピークが確認されるのは、まだ数カ月先かもしれない。米連邦準備制度理事会（FRB）が、すでにピークに達したコア・インフレ率ではなく総合インフレ率に過度に注目した場合、景気後退懸念がさらに強まる可能性がある。そのため、リスク・シナリオの1つは、成長率が低下しているにもかかわらず、中央銀行の利上げ期待が再び高まることである。

新興国市場の主要通貨建て債券を愛好

投資委員会は、魅力的な利回りの上昇を理由に新興国の主要通貨建て債券のオーバーウエイトを確認した。また、ポートフォリオの状況に応じて、新興国の主要通貨建て債券の戦術的オーバーウエイトの対象として、社債の代わりにソブリン債を使用することを検討している。先進国債券については中立を維持した。

クレディ・スイスの投資戦略のハイライトを特集したビデオをご覧ください。

www.credit-suisse.com/cio/film

(11.07.2022)

収縮リスクが高まるなか、ソフトランディング

世界の財セクターの景気後退レベルの低迷を受けて、株式に対しリスクが生じており、リスク選好度は圧力に晒されたままである。

最近の主要コモディティ価格の低下は、持続されれば大半の国や中央銀行にとって好材料となるが、根本的なインフレは依然として根強く、当面は中央銀行が引き締め計画を続けるのに十分だろう。

Wenzhe Zhao
Global Economist

ここ数週間は冴えない個人消費データおよび購買担当者指数の低下が発表された。当社はこの低迷について、今年の商品および燃料価格（つまり非裁量消費）の急騰に対処するため、消費者が裁量消費（主に財の消費）を削減した結果を反映したものとみている。その結果、生産者、卸売および小売在庫が増加し、先進国の受注および生産の削減につながっている。

サービス・セクターからの支援

対照的に、COVID-19のパンデミック後の抑制された水準からのサービス活動の回復が、こうした財セクターの低迷の一部を相殺しており、今後数四半期間は主要国は辛うじて景気後退を回避できるとみている。重要なことは、サービス・セクターが、主要中央銀行のインフレ目標と一致させるには高すぎるペースで雇用および賃金上昇を後押ししているとみえることである。

この点において、6月の米国雇用統計が予想を上回ったことは、1つの良い例である。確かに米国の賃金上昇は和らいでいるが、中央銀行が引き締めペースを緩和するには緩やかすぎる。

中央銀行の積極的な引き締めは続く見込み

供給面の制約は、サプライチェーンの混乱、出荷のボトルネックおよびエネルギー供給という形で財セクターにおいても、また労働市場においても殆ど緩和されていない。結果として、中央銀行は引き続き需要の伸びの軟化を重視するとみられる。これは彼らが影響を及ぼすことのできない供給圧力を相殺するために操作することができる。

先進国の中央銀行はそれぞれが発表しているよりも速いペースで利上げを行うとみられ、米連邦準備制度理事会（FRB）はフェデラル・ファンド金利を年末までに3.5～3.75%に引き上げる可能性が高い。先進国のGDPは来年、コンセンサス予想よりも緩やかに1.1%に減速するだろう。まとめると、予期せぬ衝撃や意図しない政策の結果に対する世界経済の脆弱性は高まっている。

今後数ヶ月間でエネルギー価格が予想を下回り、第4四半期に向けて下落し続けた場合、この見通しは成長、そして政策金利の上昇ペースおよび幅という両方の面で改善するだろう。

G7諸国のサービスおよび財の消費 トレンドからの偏差（%）



直近のデータポイント：財の消費は2022年5月、サービスは2022年3月。出所：クレディ・スイス、国家統計局、ハーバー・アナリティクス

(08.07.2022)

新興国市場に戦術的な機会

新興国市場に対する中国株のアウトパフォーマンスは続くとみている。

主要通貨建て新興国社債およびソブリン債のリスク・リターンは魅力的に見える。

Luca Bindelli

Head of Fixed Income and Currency and Commodity Strategy

Jack Siu

Chief Investment Officer – Greater China

Florence Hartmann

Emerging Market Bond and FX Strategist

新興国株式は先月、大半の新興国市場の下落の影響を受けた一方、中国株の上昇から恩恵を受けた。今後数週間は中国のアウトパフォーマンスが続き、新興国市場の他の地域は安定化するとみている。

中国は順調に回復

当社が中国株にポジティブに転じた2022年3月17日以来、中国株は新興国株のベンチマークを15%アウトパフォーマンスしてきた。消費、輸出、輸入および購買担当者景気指数が明確に改善するなか、中国の経済活動は市場予想を上回ってきた。これはサプライチェーンの混乱が予想よりも速く解決されていることを示している。さらに、マネーサプライM2伸び率の加速は信用需要の回復の早期の兆候とみており、最近発表された景気対策を考慮すると、社会融資総量の伸びは回復を続けるとみられる。当社の中国エコノミストは今年の景気対策（GDPの11%）は2020年の水準を超えるとみている。

12ヵ月先の一株当たり利益（EPS）予想は持続的に引き下げられているものの、MSCI中国指数におけるウエイトの大きいテクノロジー・セクターの利益の底入れという明るい兆候が見られている。さらに、利益予想の幅（上方修正から下方修正を引いた分）も非常にネガティブな水準から改善してきている。最後に、ポジティブなテクニカルの見通しと10年平均を若干上回るのみの絶対バリュエーションからは、中国が新興国市場を引き続き上回る可能性が示唆される。

新興国市場の他の地域には概ね中立

より幅広い角度から見ると、大半の新興国は国内のいかなる政策対応があっても、現在の世界的な金融面の不安材料や軟化する世界経済成長の影響を受けるだろう。し

かしながら、バリュエーションは魅力的である。このため、中国以外については、大半の新興国株式市場に対し、戦術的に中立のスタンスをとる。

主要通貨建て新興国債券は興味深いリスク・プレミアムを提供

主要通貨建て新興国社債については、同様のデュレーションの先進国市場の類似クレジットに対するスプレッドのプレミアムを考慮し、ポジティブな見方を維持し、ポートフォリオではオーバーウェイトを維持する。テクニカル観点からみると、新興国社債のポジションは非常に少なく、新規発行数は2015年以来最も低い水準に低下している。これは更なる下落を限定しよう。基本的に、新興国社債の底堅いクレジット・メトリックスと国内の財政的支援の可能性が、発行市場における圧力との均衡をとる可能性が高い。新興国社債の中では、BBB格およびBB格のアジア、中南米および湾岸協力会議諸国のクレジットに投資機会があるとみている。

5月下旬の一服後、世界的な景気後退懸念を受けて主要通貨建て新興国ソブリン債のスプレッドは再び拡大し、今年のJPモルガン新興国市場債券グローバル指数のトータル・リターンはマイナス20%前後に達している。この低迷は、これまでの景気後退の事例を反映しているとみられ、新型コロナウィルスの打撃を受けた期間にみられたトータル・リターンの損失を超えている。

現在のスプレッド水準は魅力的なリスク・プレミアムの埋合わせを提供している。米連邦制度理事会（FRB）が行った2004年から2016年の間の引き締めからは、主要通貨建て新興国債券が利上げサイクルの開始後好調に推移することが示唆されている。また、FRBの政策はまもなくタカ派姿勢のピークに達するとみている。これは、マイナス・リターンに対する米国の金利面の影響を和らげ、大幅に低下した主要通貨建て新興国債券への資金流入の安定化を支えるだろう。引き続き、新興国ソブリン債については地域別に分散化したエクスポージャーを選好する。結論として、当社は引き続き主要通貨建て新興国ソブリン債は魅力的であると考えており、また現在はポートフォリオにおける戦術的なエクスポージャーとして、新興国社債の代替手段になるとみている。

(08.07.2022)

主要通貨建て新興国債券を 選好、債券エクスポージャーを増加

成長リスクにもかかわらず中央銀行がタカ派的であるため、グローバルな国債のリスク・リターンは両面的。

リスクに対する適正な補償を提供していることから、新興国の主要通貨建て債券を選好する。

Luca Bindelli
Head of Fixed Income and Currency and Commodity Strategy

グローバル国債のパフォーマンスは8.1%のマイナスとなり、過去数十年で最悪の上半期となった。中央銀行の積極的な引き締め予想や、高止まりするインフレにより、上半期を通じて金利が幅広く上昇したことが国債リターンの大きな重荷となった。

下半期は、インフレ率が高止まりしているにもかかわらず、マクロ経済ニュースが急激に悪化したため、国債金利は反転して始まった。実際、米国と欧州では成長への懸念が強まっており、市場ではFRBが2023年に政策引締めを撤回するとさえ予想されている。先行指標が勢いを失っていることから、当社は、成長に対する下振れリスクが高まっていることを認識している。しかし、グローバルな国債のリスク対リターンは依然として両面的である。これは、短期的なインフレのボラティリティが高止まりしているためであり、成長率の鈍化にもかかわらず、中央銀行はタカ派的なレトリックを維持せざるを得ないだろう。しかし、金融引き締めと成長鈍化の中でインフレがいずれ緩和されれば、国債を取り巻く環境はより好ましいものになるだろう。そのような環境下では、債券はポートフォリオの中である程度の分散効果を取り戻すはずである。米国、ユーロ圏、英国、スイスについては、デュレーションをベンチマーク付近に維持する。

成長リスクとコモディティ価格の軟化がインフレ期待を圧迫し始めたため、実質金利は弾力的に推移している。エネルギー・食糧供給主導のインフレ・ショックが再燃しない限り、インフレ・ブレイクイーブン金利のリスクはより対称的である。従って、現段階では、インフレ連動債を同等の名目債よりも選好することはない。

先進国クレジットについては傍観者にとどまる

金融環境が引き締まるにつれてスプレッドが拡大し、実現デフォルト率がさらに上昇すると予想されることから、投資適格債とハイ・イールド債に関しては中立を維持する。米国については、金融環境と融資水準の引き締めを受けて、質の低いハイ・イールド債よりも投資適格債を選好する。欧州については、欧州中央銀行（ECB）のテーパリングのリスクを考慮し、社債および金融債に対する慎重な見方を維持する。ハイ・イールド債については、引き続き質の高い債券を選好する。クレジット全般において、引き続き新興国の主要通貨建て社債を選好する。とはいえ、現在、ディストレスト比率が高いことから、新興国のハイ・イールド債については選別的になる必要がある。最近中国政府が発表した景気対策は特に準ソブリン債に恩恵をもたらすとみている。新興国の主要通貨建て社債では、引き続きアジアの債券に価値があると見ている。また、非常に選別的にはあるが、中南米の投資適格債のうち、信用力の高いものには価値が出始めている。トルコとアルゼンチンの社債については、慎重な見方を維持する。

主要通貨建て新興国債券のリスク・リターンに妙味

今年に入ってからの新興国の主要通貨建てソブリン債のパフォーマンスは、過去の景気後退期を反映したものとなっており、現在のスプレッドは魅力的なリスク・プレミアム対価を提供すると考えられる。FRBの積極的な政策金利路線がフォワード・カーブに十分反映されていることから、米国金利の動きはより緩やかになり、この資産クラスのリターンは限定されると当社は見ている。新興国の主要通貨建て債券への資金流入は、インフレ、FRBの引き締め、景気後退への懸念によるリスク・センチメントの変化を反映して、不安定な状態が続いているが、年初来の大幅な資金流出を経て、投資家のポジションはより健全なものとなっている。引き続き、新興国市場の中で地域別に分散化したエクスポージャーを選好する。

(07.07.2022)

注目される収益

2022年上半期は、世界の株式市場にとって非常に厳しいものとなった。経済見通しが悪化したため、業績の大幅な下方修正を経て、投資家の関心はバリュエーションから収益に移ると思われる。第2四半期の業績発表が重要な焦点になるだろう。

米国株と中国株の戦略的なオーバーウエイトを維持し、ユーロ圏をアンダーウエイトとした。また、現在はヘルスケアに加え、ITも当社が選好するセクターの1つである。

Marc Häfliger
Head of Global Equity Strategy

2022年上半期は、金融環境が大幅に引き締められ、中央銀行がインフレ率の上昇に取り組む一方で、成長が鈍化し始めたため、株式にとって非常に厳しい結果となった。グローバル株式は現地通貨建てで17%以上下落し、1970年代以降最悪の上半期となった。米国株式のオーバーウエイト（3月より実施）は今のところ効果をあげていないが、中国株式のオーバーウエイト（同じく3月より実施）とエネルギー株式のオーバーウエイト（5月末で終了）は、絶対値でも相対値でもポートフォリオに価値を与えている。

業績に注目

経済見通しが悪化していることから、市場の関心はバリュエーションから収益に移ると考えられる。業績の伸びと利益率は鈍化すると見ており、コンセンサス予想も下方修正されるだろう。しかし、収益成長については依然としてプラスになると予想している。収益は引き続きグローバル株式の主要な原動力であり続けるだろう。2022年第2四半期の業績発表は7月14日に非公式に始まり、米国の銀行が最初に報告する。第2四半期のMSCI世界株価指数構成銘柄の売上高と1株当たり利益の成長率のコンセンサス予想は、それぞれ11.6%および4%となっている。世界経済の先行きに対する懸念が高まり、インフレも依然高止まりしていることから、ガイダンスを引き下げる企業が増加するだろう。

センチメントなどの逆張り指標は依然として非常に低い水準にあり、株式の短期的な反発の可能性を示唆しているため、当社はポートフォリオの戦術的なオーバーウエイトを軽度維持している。地域的には、米国（堅調な業績）と中国（政策的緩和とバリュエーション）を選好する。セクター別では、ヘルスケアとITを選好する。

ITに前向き、ユーロ圏は慎重な見方

当社は現在、MSCI世界株価指数の情報技術（IT）部門が、同指数全体をアウトパフォームすると予想している。ITの優れた収益成長率と安定した利益率は、経済が減速する中、支援材料となるはずだ。ITセクターのキャッシュフローは堅実であり、レバレッジも比較的低い。2022年と2023年のユーロ圏の成長率がコンセンサスを下回り、インフレ率は欧州中央銀行（ECB）が無視できないほど高いと予想されるため、当社エコノミストは、今後3~6か月間、ユーロ圏の株式はMSCI世界株価指数をアンダーパフォームすると予想している。ECBの急速な引き締めと、外需の弱体化による消費と投資の鈍化は、この地域が直面する重要な逆風だと当社は見ている。ユーロ圏株式についてはアンダーパフォームを予想しているが、ユーロ圏の一般消費財は、魅力的なファンダメンタルズ、価格決定力、中国の景気回復テーマへのエクスポージャーから、（MSCIEMUよりも）良好に推移するだろう。新興国市場については、南アフリカがMSCI新興国市場指数をアウトパフォームするとはもはや考えていない。スタイル別では、経済見通しに対するリスクが高まっており、収益が圧迫される可能性が高いことから、米国および世界の小型株については中立とした。さらに、MSCI世界株価指数に対するMSCIワールド・モメンタムの見方をポジティブからニュートラルに変更し、MSCIワールド・クオリティについては建設的な見方に変更した。 (08.07.2022)

景気減速局面で分散化メリットを示すヘッジファンド

ヘッジファンドは、経済成長の減速する環境において分散化のメリットを提供する。それとは別に、上場不動産は過去1ヵ月の下落幅が株式全般よりも小さく、今後は市場に沿って推移するとみられる。

成長懸念が高まるなかコモディティ価格は下落したが、現物市場の供給は依然としてひっ迫している。神経質な状態は高止まりするとみられる。

Stefan Graber

Head of Commodity Strategy

Anand Ashok Datar

Hedge Fund & Private Equity Strategist

ヘッジファンド：分散から恩恵

ヘッジファンドは、6月から7月初旬にかけての総合的な下落幅が株式よりも小さかった。また、2022年上期は債券および株式に対し、2008年以来最も高い超過リターンを記録した。当社の取引環境バロメーターは特にリスク調整ベースで、リスク資産に対する超過リターンを創出し得ることを示しており、低ベータ戦略は地域およびセクター別の価格のばらつきから恩恵を受けるのに最も好位置にある。株式の代替手段として、ネット・エクスポージャーの低い株式ロング・ショート戦略に注目している。一方、プライベート・クレジットは、デフォルト率の上昇局面でハイールド債やシニア・ローンよりも下落幅が小さい傾向がある。グローバル・マクロおよびCTA（コモディティ・トレーディング・アドバイザー）は、成長懸念および市場ボラティリティの上昇に対するヘッジ戦略として選好している。

コモディティ：下落が消費者、政策当局を下支え

幅広い成長懸念に沿って、供給リスクが需要懸念にシフトし始めるなか、コモディティ価格は下落した。現物市場は依然として力強くみえ、今後は価格リスクの均衡がとられていくと思われる。当社エコノミストは世界的な景気後退は予測していないが、大半のコモディティは依然として生産コストを大きく上回る水準で取引されており、経済活動が縮小した場合、更なる下落余地に直面するだろう。原油価格の最近の後退は消費者に歓迎されているが、現物市場の供給は依然としてひっ迫しており、

短期的には価格を下支えするだろう。夏以降は、在庫圧力が和らぐ可能性が高く、引き続き逐次的に価格が低下していくとみている。より心配なことは、ガスおよび電力市場が冬を前に非常に脆弱に見えることである。特に景気感性の高い卑金属は、中国の景気刺激策がまだ効力を示しておらず、中国以外の経済活動が減速するなか、最近低迷した。貴金属は相対的によく持ちこたえているが、少なくとも中央銀行のタカ派姿勢がピークに達するまでは、政策引き締めが逆風となる。むしろ、コモディティ価格の低迷により、中央銀行はまもなく力を緩めることができるかもしれない。農産物価格も、供給見通しが改善するなか一服したが、食糧危機のリスクは残っている。コモディティへの全面的なエクスポージャーのリスク・リターンは魅力的ではないとみているが、分散化されたバスケットは引き続きインフレおよび地政学的リスクに対するヘッジとなるだろう。

不動産：株式に沿ったパフォーマンス

物流、住宅およびヘルスケアなど長期的な成長トレンドに後押しされるセクターへのエクスポージャーの大きさを背景に、上場不動産はここ数週間グローバル株式に比べて下落幅が小さかった。対照的に、リテールおよびオフィスなどの景気感性の高いセクターは、成長懸念およびオフィス部門の在宅勤務の影響を背景にアンダーパフォームした。引き続き、世界的に上場不動産は全般的な株式市場の動きと一致して推移するとみている。長期債利回りの更なる上昇はリスクをもたらすが、上場不動産はインフレ・ヘッジの特徴を持つディフェンシブ・セクターと認識され、利益見通しの改善を示しており、これは支援的である。地域別では、ユーロ圏に対する楽観的な見通しを維持するが、米国については慎重な見方に留まる。

(08.07.2022)

米ドルの次の展開は？

上半期に、米ドルは通貨では文句なしの勝者となった。市場環境からは、下半期の序盤も米ドルが底堅さを維持することが示唆されている。

EUR/CHF は当面、パリティを下回る水準で推移するだろう。

Luca Bindelli

Head of Fixed Income and Currency and Commodity Strategy

今年の上半期、米ドルは対カナダ・ドルで1.8%、対日本円で15%上昇し、紛れもない勝者となった。タカ派的な米連邦準備制度理事会（FRB）と市場のボラティリティ上昇の組み合わせは、米ドルの価値あるキャリアと「安全資産」としての妙味を強調する。今後も米ドルは、相対的に良好な成長率と、米国の政策引き締め加速によるキャリア水準から恩恵を受けるだろう。米ドル相場は、米国の成長懸念によって上値が重くなる可能性もあるが、それは一時的なものに過ぎないと当社は見ている。いずれは世界の成長懸念も高まり、安全資産への需要も増し、米ドルはそこから恩恵を受けるだろう。

スイス国立銀行（SNB）による、予想外の50ベースポイントの利上げにより、スイス・フランは米ドルに対して安定し、ユーロに対しては大幅な上昇を記録した。現在、EUR/CHFはパリティを下回っており、今後数ヶ月はこの重要な節目を下回って推移すると予想される。一方、日本円は対米ドルで下落を続けた。この傾向は、国内金利の上昇を妨げているイールドカーブ・コントロール政策に、日銀が明確に対処するまで続くだろう。

EUR/USD はパリティを試すことになる

6月上旬に一時的に調整した後、EUR/USDは予想以上に下落し、1.02に向かった。欧州中央銀行（ECB）の利上げに対する市場のプライシングは若干逆転したが、欧州のガス供給削減への懸念が高まったため、EU全体の成長リスクが再び表面化している。6月後半からユーロ安は広範囲に及んでいる。ECBは今月中に利上げを開始し、新たな政策手段で断片化リスクに対処するだろう。これにより、ユーロのセンチメントは一時的に改善される可能性がある。一方、EU域内で資金調達環境の逼迫度合いに違いが

生じ、周辺国の成長リスクが悪化する可能性は残ると思われる。EUR/USDは3ヶ月でパリティに到達し、最終的には1.04に向けて12ヶ月で安定化すると予想する。

その他では、英ポンドは6月に、予想以上に急速に下落した。しかし、GBP/USDのリスクは依然として下落方向に偏っており、3ヶ月後には1.17の水準になると予想している。また、英ポンドはジョンソン英首相辞任のニュースにポジティブに反応したが、この展開によって政治リスクが高まっている。欧州のリスクの高まりと原油価格に対するEUR/NOKの感応度の低下を踏まえ、ユーロに対するノルウェー・クローネの従来のポジティブな見方を中立に変更した。

新興国通貨はレンジ相場となる見込み

景気後退懸念は米ドルにとっては支援材料、高利回りの新興国通貨にとっては重しとなったため、新興国通貨は6月に下落し、年初来安値を更新した。コモディティにとって好ましい環境は先月から勢いを失い、リスク調整後のキャリアはピークを脱した。FRBによる更なる引き締めはキャリア関連の利益を限定することから、新興国通貨のトータルリターン期待は低減すると思われる。ブラジル・レアルについては、キャリアが非常に大きく、実質金利が高いため、直近のパフォーマンスは低下しているが、引き続き選好する。インフレ率は、高い水準にあるものの、安定化しているようだ。ブラジルの中央銀行は、まだ利上げサイクルを終了していないと思われる。さらに、ブラジル・レアルに対する現在のセンチメントが極端な弱気であることも、当社が前向きな姿勢を維持できる理由である。ブラジル・レアルのバリュエーションには依然として妙味がある。USD/CNYについては中立を維持し、3ヶ月目標を6.63に若干引き上げる。12ヶ月目標は6.85に据え置く。USD/SGDについては引き続きネガティブで、3ヶ月目標を1.38に、12ヶ月目標を1.36に調整する。

(08.07.2022)

一覽

見直しおよび予想についての詳しい情報は、ご要望に応じて入手可能です。過去の業績は将来の業績を示すものではありません。パフォーマンスは、手数料その他の料金や、為替レートの変動から影響を受ける可能性があります。

中央銀行レート/10年国債

	中央銀行レート			10年国債利回り			
	(%)	スポット	3ヵ月*	12ヵ月*	スポット	3ヵ月*	12ヵ月*
スイス・フラン	-0.25		0.25	0.50	0.77	1.30	1.60
ユーロ	-0.50		0.25	2.00	1.13	1.70	1.90
米ドル	1.63		2.25-2.50	3.75-4.00	2.98	3.30	3.50
英ポンド	1.25		1.75	2.75	2.08	2.40	2.70
豪ドル	1.35		2.35	2.50	3.39	3.70	3.60
日本円	-0.10		-0.10	-0.10	0.23	0.25	0.35

スポットレート2022年7月12日の終値。*予測日は2022年7月6日。出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス/IDC。

株式

指数	スポット	PER	配当利回り (%)	3ヵ月*	12ヵ月*
MSCI AC ワールド**	1,591	14.5	2.4	1,645	1,745
米S&P 500種	3,819	16.8	1.7	4,000	4,200
ユーロストックス 50	3,487	10.9	3.8	3,430	3,480
英国 FTSE 100	7,210	9.5	4.4	7,210	7,410
日本 TOPIX	1,883	12.1	2.6	1,885	1,965
オーストラリア S&P/ASX 200	6,606	12.7	5.0	6,720	6,940
スイスSMI	11,070	16.3	3.2	11,010	11,440
MSCI EM**	144,276	11.2	3.4	150,000	158,500

価格は2022年7月12日。*予測日は2022年7月7日。**グロス・リターン(配当含む)。

出所：ブルームバーグ、データ・ストリーム、クレディ・スイス

コモディティ：

	スポット	3ヵ月*	12ヵ月*
金 (USD/oz)	1727	1750	1750
銀(USD/oz)	19.0	19	18
プラチナ (USD/oz)	850.7	850	950
パラジウム (USD/oz)	2031	2100	1800
銅 (USD/ton)	7341	8500	7500
WTI原油(USD/bbl)	96.0	110	95
ブルームバーグ・コモディティ指数	240.9	259	248

スポットレートは2022年7月13日の価格。*予測日は2022年7月7日。出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス/IDC

クレジット

	利回り (%)	スプレッド(bp)	デュレーション(年)	3ヵ月TR予想*	12ヵ月TR予想*
BCグローバル総合	2.87	57	6.96	0.00%	0.10%
BCグローバル国債	2.20	16	7.80	-0.05%	0.05%
BCグローバルIG社債	4.25	169	6.53	0.18%	0.72%
BCグローバルHY社債	9.33	652	4.29	0.13%	0.52%
JPモルガンEMBIGローバル・ディバースィファイドHC	8.76	564	6.17	1.20%	4.70%

BC=パークレイズ・キャピタル、IG=投資適格、JPM=JPモルガン (EMBI+)。指数データは2022年7月12日現在。*予測日は2022年7月7日。出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス

外国為替

	スポット	3ヵ月	12ヵ月
EUR/USD	1.00	1.00	1.04
USD/CHF	0.98	0.97	0.95
EUR/CHF	0.99	0.97	0.99
USD/JPY	137.13	138.00	135.00
EUR/GBP	0.84	0.85	0.87
GBP/USD	1.19	1.17	1.20
AUD/USD	0.67	0.68	0.70
USD/CAD	1.30	1.22	1.21
EUR/SEK	10.68	10.80	10.60
EUR/NOK	10.25	10.30	10.10
EUR/PLN	4.81	4.75	4.80
USD/CNY	6.73	6.63	6.85
USD/SGD	1.41	1.38	1.36
USD/KRW	1313.92	1300.00	1260.00
USD/INR	79.58	80.00	78.00
USD/BRL	5.44	5.00	5.00
USD/MXN	20.80	20.70	21.50

スポットレートは2022年7月13日の価格。*予測日は2022年7月7日。出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス/IDC。

実質GDP成長率とインフレ率

(%)	GDP			インフレ		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
スイス	3.8	2.5	1.6	0.6	2.3	1.0
欧州	5.3	2.4	0.7	2.6	7.5	3.0
米国	5.7	2.1	1.2	4.7	8.5	4.7
英国	7.4	3.4	0.5	2.6	8.5	4.8
オーストラリア	4.7	3.9	2.3	2.8	5.9	3.2
日本	1.7	1.0	1.2	-0.2	1.7	1.5
中国	8.1	4.8	4.9	0.9	2.3	2.0

最終予測日は2022年7月6日。出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス/IDC (13.07.2022)

用語

リスクの警告

市場リスク	金融市場は、経済環境、インフレ圧力、世界のニュースおよびビジネス特有の報告に基づいて大きく変動します。時間の経過とともにトレンドが発見されるかもしれませんが、市場や個別銘柄の方向性を予測することは困難となり得ます。こうした変動性は、株式投資において価値を喪失するリスクをもたらします。
債券リスク	投資家は、金利、通貨、流動性、クレジット市場および発行体の変動に晒されており、これらが債券価格に影響する可能性があります。
新興国市場	新興国市場は以下の性質を1つ以上保有する国に存在します。一定の政治的不安定性、金融市場および経済成長パターンが相対的に予測不可能、金融市場が未発展段階にある、もしくは経済が弱体化している。新興国市場投資は、政治、経済、信用、為替レート、市場流動性、法律、決済、市場、株主および債権者リスクの結果として、通常高いリスクをもたらします。
ヘッジファンド	ストラクチャーを問わず、ヘッジファンドは特定の投資規律や取引戦略に限定されず、レバレッジ、デリバティブおよび投資損失リスクを増大しうる投機的投資戦略を活用し、あらゆる市場で利益を追求します。
コモディティ投資	コモディティ取引は、リスクが高く、多くの個人投資家には適さないかもしれませんが。市場の動きに起因する損失の度合いが相当な額に及ぶ可能性があり、ひいては全損につながる場合もあります。
不動産	不動産投資は、流動性と外貨に晒されるほか、その他のリスクとしては、景気変動リスク、賃貸および現地市場リスク、環境リスクおよび法的状況の変化などがあります。
通貨リスク	外貨投資には、外貨が投資家の基準通貨に対して価値を下げるという追加的リスクが生じます。

レポートで頻繁に使用する指標の説明

コメント	コメント
MSCIワールド	MSCIワールド指数は、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル社が開発・算出するグローバルな株価指数である。株式配当を再投資したものととして終値に基づいて計算される。
MSCI EMU	MSCI EMUインデックス（欧州経済通貨同盟）は、EMUに属する先進10カ国の大型・中型株237銘柄で構成され、EMU株式市場の浮動株調整後時価総額の約85%をカバーしています。
米S&P 500種	S&P500種は、米国の主要産業すべてを時価総額で加重した株価指数である。この指数は市場価値の総額の変動を通じて米国内経済のパフォーマンスを測定する。
ユーロストック50	ユーロストック50指数は、ユーロ圏の優良50銘柄で構成される時価総額加重型株価指数である。
英国 FTSE 100	FTSE 100指数は、ロンドン証券取引所で取引される時価総額が最も大きい100社を対象とした時価総額加重型株価指数である。各銘柄は投資可能なウェイトに調整されて計算される。
日本 TOPIX	TOPIXは、東証株価指数としても知られ、東京証券取引所市場第一部に上場する全ての日本企業を対象としている。優先株式や組入前の新規上場銘柄は算出から除外される。
オーストラリア S&P/ASX 200	S&P/ASX 200指数は、スタンダード・アンド・プアーズ社が算出するオーストラリアの浮動株調整時価総額加重平均指数である。
カナダ S&Pトロント総合	S&Pトロント総合指数は、米国のS&P500種指数に相当するカナダの株価指数で、トロント証券取引所に上場する主要株式が含まれる。
スイスSMI	スイスSMI指数は、スイス・パフォーマンス指数に含まれる主要20企業で構成される。スイス株式市場の浮動株調整済み時価総額の85%をカバーしている。SMI指数に配当は加味されない。
MSCI エマージング・マーケット	MSCIエマージング・マーケット指数は、世界の新興国市場の株式の市場動向を測定する浮動株を加重した株価指数である。モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル社が開発・算出している。
BC IG コーポレートEUR	ユーロ社債インデックスは、固定金利付、投資適格、ユーロ建て社債市場の値動きを測定する。本指数には、特定の満期、流動性、質的要件を満たす債券が含まれる。算出元は、パークレース。
BC IG コーポレートUSD	米国社債インデックスは、固定金利付、投資適格、米ドル建て社債市場の値動きを測定する。本指数には、特定の満期、流動性、質的要件を満たす米国および非米国債券が含まれる。算出元は、パークレース。
BC IG ファイナンシャルUSD	投資適格金融債インデックスは、固定金利付、投資適格、米ドル建て金融債市場の値動きを測定する。本指数には、特定の満期、流動性、質的要件を満たす米国および非米国債券が含まれる。算出元は、パークレース。
CS LSI ex govt CHF	スイス流動性インデックス（スイス国債を除く）は、スイス国債を除くスイス債券市場の最も流動性が高く取引可能な債券で構成される時価総額ベースの債券インデックスである。算出元は、クレディ・スイス。
BC ハイイールド社債USD	米国ハイイールド社債インデックスは、米ドル建て、非投資適格、固定金利付、課税社債の値動きを測定する。算出元は、パークレース。
BC ハイイールドPan EUR	汎欧州ハイイールド債インデックスは、ユーロ、英ポンド、ノルウェー・クローネ、スウェーデン・クローナおよびスイス・フラン建て非投資適格、固定金利付社債市場の値動きを測定する。算出元は、パークレース。

JPM EM ハードカレンシーUSD	エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・プラスは流動性の最も高い新興国市場におけるハードカレンシー建てソブリン債のトータル・リターンを測定する。本指数には、米ドル建てブレイディ債（中南米諸国が発行する米ドル建て債券）およびユーロ債が含まれる。
JPM EM ローカルカレンシー・ヘッジ USD	JPMオルガン・ガバメント・ボンド・インデックスは、外国人投資家に最もオープンな市場において新興国政府が発行する現地通貨建て債券の値動きを測定する。
CSヘッジファンド・インデックス	クレディ・スイス・ヘッジファンド・インデックスは、クレディ・スイス・ヘッジファンド・インデックスLLCが編集している。資産加重ヘッジファンド・インデックスで、セパレートアカウントではなく実際のヘッジファンドの運用資産のみを用いる。本指数は、構成する全てのファンドのパフォーマンス手数料および経費を差し引いたパフォーマンスを反映している。
DXY	主要取引通貨に対する米ドルの価値を測定するもの。米ドルインデックスは、他の貿易加重指数と同様、同じ主要取引通貨の為替レートを使用する。
MSCI AC World	MSCIオールカントリー・ワールド指数は、先進国23カ国および新興国23カ国の大型・中型株を対象とした株価指数で、約2,480銘柄で構成され、世界の投資可能な株式投資機会の約85%をカバーしている。
MSCI AC Asia/Pacific	MSCIオールカントリー・アジア太平洋指数は、アジア太平洋地域の先進国5カ国および新興国8カ国の大型・中型株を捉えた株価指数で、1,000銘柄で構成され、各国の浮動株調整時価総額の約85%をカバーしている。
MSCI Europe	MSCIヨーロッパ指数は、欧州の先進国15カ国の大型・中型株を捉えた株価指数で、442銘柄で構成され、欧州先進国株式市場の浮動株調整時価総額の約85%をカバーしている。
DAX	ドイツ株価指数は、フランクフルト証券取引所に上場する最も時価総額が大きく、流動性の高いドイツ企業30社を対象としている。
FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series	FTSE EPRA/NAREIT グローバル不動産インデックス・シリーズは、条件を満たした世界の不動産株の全般的なトレンドを示すことを目的としている。
Hedge Fund Barometer	ヘッジファンド・バロメーターは、ヘッジファンド戦略のための市場環境を測定するクレディ・スイス独自のスコア作成ツールで、流動性、ボラティリティ、システミック・リスク、景気サイクルの4要素で構成されている。

レポートで頻繁に使用される略語

略語	説明	略語	説明
3/6/12 MMA	3、6、12ヶ月移動平均	IMF	国際通貨基金
AI	オルタナティブ投資	LatAm	中南米
APAC	アジア太平洋	Libor	ロンドン銀行間取引金利
bbl	バレル	m b/d	日量百万バレル
BI	インドネシア銀行	M1	マネーサプライ統計の指標。硬貨や紙幣など全ての現金通貨のほか、要求払預金、当座預金、および譲渡可能貯蓄預金を含む。
BoC	カナダ銀行	M2	マネーサプライ統計の指標。現金および当座預金（M1）、また貯蓄預金、マネーマーケット・ミュチュアル・ファンドおよびその他定期預金を含む。
BoE	イングランド銀行	M3	マネーサプライ統計の指標。M2のほか、大口定期預金、インスティチュショナル・マネーマーケット・ファンド、短期レポ取引およびその他の大型流動資産を含む。
BoJ	日本銀行	M&A	合併と買収
bp	ベーシスポイント	MAS	シンガポール通貨監督庁
BRIC	ブラジル、ロシア、中国、インド	MLP	マスター・リミテッド・パートナーシップ
CAGR	年複利成長率	MoM	前月比
CBOE	シカゴ・オプション取引所	MPC	金融政策委員会
CFO	営業からのキャッシュフロー	OAS	オプション調整後スプレッド
CFROI	キャッシュフロー投下資本利益率	OECD	経済協力開発機構
DCF	割引キャッシュフロー	OIS	翌日物金利スワップ
DM	先進国市場	OPEC	石油輸出国機構
DMs	先進国市場	P/B	株価純資産倍率
EBITDA	金利・税金・償却前利益	P/E	株価収益率
ECB	欧州中央銀行	PBoC	中国人民銀行
EEMEA	東欧、中東およびアフリカ	PEG	株価収益率をEPSの伸び率で除した値
EM	新興国市場	PMI	購買担当者指数
EMEA	欧州、中東およびアフリカ	PPP	購買力評価
EMs	新興国市場	QE	量的緩和
EMU	欧州通貨同盟	QoQ	前期比
EPS	一株当たり利益	r.h.s.	(チャートの) 右軸
ETF	上場投資信託	RBA	オーストラリア準備銀行
EV	企業価値	RBI	インド準備銀行
FCF	フリーキャッシュフロー	RBNZ	ニュージーランド準備銀行
Fed	米連邦準備理事会	REIT	不動産投資信託
FFO	営業からの収益	ROE	自己資本利益率
FOMC	米連邦公開市場委員会	ROIC	投下資本利益率
FX	外国為替	RRR	預金準備率
G10	先進10カ国グループ	SAA	戦略的資産配分
G3	先進3カ国グループ	SDR	特別引出権 (Special Drawing Rights, SDR, XDR)
GDP	国内総生産	SNB	スイス国立銀行
GPIF	年金積立金管理運用独立行政法人	TAA	戦略的資産配分
HC	主要通貨	TWI	貿易加重指数
HY	ハイイールド	VIX	ボラティリティ指数
IBD	有利子負債	WTI	ウエスト・テキサス・インターメディアエイト
IC	クレディ・スイス投資委員会	YoY	前年比
IG	投資適格	YTD	年初来

レポートで頻繁に使用される通貨コード

コード	通貨	コード	通貨
ARS	アルゼンチン・ペソ	KRW	韓国ウォン
AUD	豪ドル	MXN	メキシコ・ペソ
BRL	ブラジル・リアル	MYR	マレーシア・リンギット
CAD	カナダ・ドル	NOK	ノルウェー・クローネ
CHF	スイス・フラン	NZD	ニュージーランド・ドル
CLP	チリ・ペソ	PEN	ペルー・ヌエボ・ソル
CNY	人民元	PHP	フィリピン・ペソ
COP	コロンビア・ペソ	PLN	ポーランド・ズロチ
CZK	チェコ・コルナ	RUB	ロシア・ルーブル
EUR	ユーロ	SEK	スウェーデン・クローナ
GBP	ポンド	SGD	シンガポール・ドル
HKD	香港ドル	THB	タイ・バーツ
HUF	ハンガリー・フォリント	TRY	トルコ・リラ
IDR	インドネシア・ルピア	TWD	台湾ドル
ILS	イスラエル・シェケル	USD	米ドル
INR	インド・ルピー	ZAR	南アフリカ・ランド
JPY	日本円		

デリバティブ商品に関する重要情報

価格設定	本調査レポートに記載されているオプション・プレミアムとオプション価格は提示価格にすぎません。オプションのプレミアムと価格は急速に変動する場合があります。本調査レポートに記載されている価格とプレミアムは本文に明示されている時点のもので、その後大きく変動する場合があります。
リスク	デリバティブは複雑な商品で、デリバティブにまつわるあらゆるリスクを理解し負担することのできる投資家のみを対象に販売するものです。オプションのポジションを既存のポートフォリオに加えると、当該ポートフォリオの性質と価格動向が変化する可能性があることを投資家は認識する必要があります。市場の一定の変動に対するポートフォリオの感応度は、オプションのレバレッジの程度に大きく影響される場合があります。
コール・オプションの買い	コール・オプションを購入する投資家は、原証券の価格が行使期間の満了時点で行使価格を下回っていた場合には支払ったプレミアムの全額を失うリスクがあります。
プット・オプションの買い	プット・オプションを購入する投資家は、原証券の価格が行使期間の満了時点で行使価格を上回っていた場合には支払ったプレミアムの全額を失うリスクがあります。
コール・オプションの売り	コール・オプションを売却する投資家は、原証券の市場価格が著しく上昇した場合でも、原証券を行使価格で売却することが義務づけられます。カバード・コール・オプションを売却する（原証券を保有してコール・オプションを売却する）投資家は、利益が行使価格までの価格上昇分と受け取ったプレミアムまでに限定され、原証券の価格がショートしたコール・オプションの行使価格を超えるとそれを手放さなければならない可能性があります。さらに、投資家は原証券の価格が下がった場合には、最初に受け取ったプレミアム分の一部補填されるものの、値下がり分の影響をほぼ全部受けることとなります。投資家が原証券の売却を余儀なくされた場合、課税される可能性も否定できません。ネイキッド・コールをショートする（原証券を保有せずにコール・オプションを売却する）投資家は、行使価格を超えた分の価格の上昇による無限の損失のリスクにさらされます。
プット・オプションの売り	プット・オプションを売却した投資家は、原証券の価格が行使価格を下回った場合でも、行使価格で原証券を購入することが義務づけられます。最大で、行使価格全額からプット・オプションを売却したときに受け取るプレミアムを差し引いた分の損失を被る可能性があります。
コール・スプレッドの買い	コール・スプレッドを購入する（コール・オプションを購入し、当該コールよりも行使価格の高いコール・オプションを売却する）投資家は、原証券が行使期間の満了時点で低い方の行使価格を下回っている場合、支払ったプレミアム全額を失うリスクがあります。コール・スプレッドの購入で得られる最大の利益は、行使価格の差額から当初の支払いプレミアム代金を差し引いた金額です。
ネイキッド・コール・スプレッドの売り	ネイキッド・コール・スプレッドの売り（原証券を保有しない状態で、コール・オプションを売却し、大幅にアウト・オブ・ザ・マネーとなっているコール・オプションを購入する）：投資家にとっての最大の損失額は、ロングしているコール・オプションの行使価格とショートしているコール・オプションの行使価格との差額から、当初に受け取るプレミアム分を差し引いた金額で、これは行使期間の満了時点で、原証券の価格がロングにしたコール・オプションの行使価格を上回っていた場合に発生します。行使期間の満了時点で原証券の価格がショートしたコール・オプションの行使価格を下回っている場合に、当初受け取ったプレミアムが最大の利益となります。
プット・スプレッドの買い	プット・スプレッドを購入する（プット・オプションを購入し、当該プットよりも行使価格の低いプット・オプションを売却する）投資家も、最大で当初支払ったプレミアムを失う可能性があります。プット・スプレッドの購入で得られる最大の利益は、行使価格の差額から当初の支払いプレミアムを差し引いた金額です。
ストラングルの買い	ストラングルの買い（プット・オプションとコール・オプションを購入する）：損失額が最大になるのは、行使期間の満了時点で原証券がプット・オプションとコール・オプションの行使価格の間にある場合で、損失額は2つのオプションに支払ったプレミアムの全額となります。

ストラングルまたはストラドルの売り

ある有価証券をロングし、ストラングルまたはストラドルをショートする投資家が得られる利益は、売却されたコールの行使価格までの当該証券の上昇分と当初受け取るプレミアムの総額が上限となります。さらに、原証券の価格がショートしたプット・オプションの行使価格を下回った場合には、投資家は、ショートしたプットについて、当該オプションの行使価格と原証券の価格との差（から受け取ったプレミアム代金分を差し引いた額）を失うリスクがあり、さらに当該株式を所有している場合にはそのポジションから損失を被ることになります。損失となり得る最大額は、行使価格の全額（から受け取ったプレミアムの価値を差し引いた額）とロングした原証券のポジションから発生する損失です。ネイキッドのストラングルまたはストラドルをショートしている投資家は、無限の損失を被る可能性があります。というのも原証券の価格がコール・オプションの行使価格を上回った場合、投資家はショートしたコール・オプションの行使価格と原証券の価格との差額（から受け取ったプレミアムの価値を差し引いた額）を失うリスクがあるからです。さらに、原証券が行使期間の満了時点でプット・オプションの行使価格を下回っている場合、投資家はプット・オプションの行使価格（から受け取ったプレミアム代金を差し引いた額）で有価証券を購入しなければなりません。

重要事項（投資信託をご購入されるお客様へ）

費用・手数料等に関する留意事項：

投資信託の購入・換金にあたっては各種手数料等（申込手数料、信託財産留保額、買戻し手数料等）がかかります。また、これらの手数料等とは別に信託・管理報酬、その他費用（監査報酬、信託事務諸費用、成功報酬等）がかかります。信託財産を通じてご負担いただきます。お客様にご負担いただく手数料はこれらを足し合わせた金額となりますが、これら手数料等は投資信託毎に、また運用状況等により異なるため、具体的な金額・計算方法を記載することができません。

各投資信託の手数料等の詳細は、契約締結前交付書面（交付目論見書および目論見書補完書面）でご確認ください。

分配金に関する留意事項：

- 分配金は、預貯金の利息とは異なり、投資信託の純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額（一口当たり純資産価格）は下落します。

- 分配金は、計算期間中に発生した収益（経費控除後の配当等収益および評価益を含む売買益）を超えて支払われる場合があります。その場合、当期決算日の基準価額（一口当たり純資産価格）は前期決算日と比べて下落することになります。また、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。

- 投資者のファンドの購入価額によっては、分配金の一部又は全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額（一口当たり純資産価格）の値上がり小さかった場合も同様です。

詳細は交付目論見書でご確認ください。

主要リスクの説明（金融商品取引法第37条（広告等に関する規制）に従った説明など）

下記に記載するリスクは、投資信託の一般的リスク（純資産価格に影響を及ぼすリスク）の一部要約であり、全てのリスクを網羅するものではありません。各投資信託のリスクの詳細については、投資信託説明書（交付目論見書）でご確認ください。

価格変動リスク：

投資信託は主として株式、債券およびデリバティブ商品等を実質的な投資対象とします。組入れ株式、債券およびデリバティブ商品等の価格の下落や政治・経済情勢、発行企業の業績、市場の需給、金利等の影響やその他の要因により騰落する場合があります。その結果、投資信託は損失を被る可能性があります。

為替変動リスク：

外貨建ての株式や債券等に投資を行う投資信託の場合、為替リスクが発生し、各国通貨の為替レートにより、投資信託の基準価額（または純資産価格）が変動します。また、投資信託の基準通貨では投資元本を割り込んでいない場合でも、為替レートの変動により円換算時に損失を被る場合があります。さらに、複数通貨間での為替取引を活用する投資信託の場合、当該通貨間の短期金利差によっては為替取引によるコスト（金利差相当分の費用）が生じ、損失を被る場合があります。

信用リスク：

投資信託を通して直接的または間接的に世界の株式や債券等に投資します。投資対象となる会社の業務・財産状況の変化やその他の要因により、それらの価格は騰落する場合があります。損失を被る可能性があります。

流動性に係るリスク：

急激かつ多量の売買により市場が大きな影響を受けた場合、または市場を取り巻く外部環境に急激な変化があり、市場規模の縮小や市場の混乱が生じた場合等には、機動的に有価証券等を売買できないことがあります。このような場合には、当該有価証券等の価格の下

落により、投資信託の基準価額（または純資産価格）が影響を受け損失を被ることがあることがあるほか、純資産価格の算出停止や買戻しの停止を管理会社が決定的にもあります。

さらに、ファンドがファンド・オブ・ファンズである場合、投資先ファンドがあらゆる流動性のない投資対象を保有するため別勘定（サイドポケット）を活用すること起因するリスクを被ることがあります。投資先ファンドにより別勘定が活用される場合、その投資資金が当該別勘定から分離されるまで、ファンドまたは受益者が全面的に買戻しを制限されることがあります。したがって、ファンドは、投資先ファンドが期限を定めない投資を行う場合には、当該投資対象が清算されるまで、投資先ファンドの投資実績の影響を受けることがあります。

売却資金の流出に伴うリスク：

短期間に大量の売却申込があった場合には、売却資金を手当てするため組入有価証券を市場実勢より大幅に安い価格で売却せざるを得ないことがあり、不利益を被る可能性があります。また、オルタナティブ（代替投資）ファンドは、伝統的な投資信託に比べ一般的に流動性が制限されます。オルタナティブ・ファンドは、通常月毎または四半期毎にしか買戻し請求を受け付けられないものが多いため、経済環境の急激な変化において早期の買戻しができない場合があります。

償還リスク：

投資信託は一定の理由により強制償還となる場合があります。詳しくは各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

集中リスク：

ある特定の投資商品や似たような投資商品グループに投資する投資信託は、厳しい環境の下では大きく基準価額（または純資産価格）が下がる可能性があります。

カントリー・リスク：

投資対象国・地域において、政治、経済および社会情勢の変化により、金融・証券市場が混乱した場合に、証券価額が大きく変動する可能性があります。また、新興市場への投資は、市場規模や取引量の小さいこと、政治・社会的な不確実性、決済システム等市場インフラの未発達、情報開示制度や監督当局による法制度の未整備、為替レートの大きな変動、外国への送金規制等といった特有のリスクがあり、発展した主要な市場への投資に比べ価格変動が大きくなる可能性があります。

重要事項（外国株式をご購入されるお客様へ）

外国株式をご購入の際は、発行体情報をご確認ください。

重要事項

本書は、情報提供のみを目的としてクレディ・スイスが作成したものであり、直接配布されたお客様のみによる使用を前提としています。クレディ・スイスは、本書の正確性も完全性も保証しません。本書は、直接・間接を問わず投資の勧誘を意図しておらず、金融商品等の取引の契約締結に至るような提案も申込みも行うものではありません。本書の情報を利用することによりいかなる損失が発生しても責任を負いかねます。法務、税務等の問題については、第三者たる専門家に具体的な助言をを求めることをお勧めします。また、クレディ・スイスの書面による事前の許可がない限り、本書の複製も引用も不可とします。本書中の情報や表明される見解は、クレディ・スイスのプライベート・バンキング部門による作成日現在のものであり、通知なく変更されることがあります。特定の投資対象商品に関して表明される見解は、評価基準の相違等からプライベート・バンキング以外の部門による見解と異なったり、一貫性を欠く場合があります。本書は、クレディ・スイス証券株式会社のみが日本国内への配布を担当しております。クレディ・スイス証券株式会社は、本書の国外への配布及び転送は致しません。

株式は、株価の変動等により損失が生じるおそれがあります。また外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。債券は、その価格が市場の金利水準や発行体等の信用状況の変化に対応して変動しますので、償還前に換金する場合には損失が生じるおそれがあります。また外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。投資信託は、基準価格が株式、

債券等の組み入れ投資対象の値動き、為替相場の変動等の影響により上下しますので、これにより投資元本を割り込むおそれがあります。

特に、仕組商品及び派生商品はより高いリスクを内包しており、商品の内容やそのリスクを十分に理解し保有することが出来るお客様にのみ販売を限定している複雑な商品です。仕組商品の市場価値は、金融市場や参照指標またはそれらの変動率（ボラティリティ）、発行体または参考指標の対象となった発行体の信用力の変化等により変動します。なお、仕組商品の中には償還額（満期金）が参照指標等に連動することにより元本が毀損する商品や、派生商品では潜在的損失が当初投資額を上回る商品もあります。

手数料率はクレディ・スイスとおお客様の契約により合意した内容に従います。なお、お客様とクレディ・スイスが相対で行う取引については、売買代金のみを支払となりますが、その場合、売買価格は買付価格（ビッド）または売付価格（オファー）として値付けされることにより、価格差（スプレッド）が生じることがあります。その他の費用については、金融商品取引法の規定する方法に従って取引に先立って合意されることとなります。

ご購入される金融商品等については、相場や金融指標等の変動により元本が毀損するもの、元本を上回る損失が生じるものもあります。個別の金融商品のリスクや手数料については、ご購入前に契約締結前交付書面等をよくお読みの上、ご不明な点は担当者までお問い合わせ下さい。

本レポート及びその全部又は一部の複製物は、1933年米国証券法（その後の改正を含みます。）に基づくレギュレーションSにて規定される米国内もしくは米国人に対して、一切の送付、配布又は頒布をすることはできません。

商号等：クレディ・スイス証券株式会社、金融商品取引業者、関東財務局長（金商）第66号加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2022 Credit Suisse Group AG および/あるいは関連会社不許複製

22C013A_IS_J

インプリント

Cross Border classification: 5.4.1.

投資期間：3-6ヵ月

発行元

Credit Suisse Wealth Management
Investment Solutions & Sustainability

イントラネット（社員のみ）

<https://isr.csintra.net>

購読（顧客向け）

本出版物のご購読お申し込みは、担当のカスタマー・アドバイザーまでご連絡ください。

購読（社内向け）

ご購読に関する詳細は、<http://isr.csintra.net/subscriptions> をご覧ください。