

# 慎重になるべき時期

Investment Monthly | 日本版 / クレディ・スイス証券株式会社 | 2022年8月



日本の投資戦略  
逆張りから中立へ

ページ 3

日本アセットアロケーション  
株式を中立に修正

ページ 5

インベストメント・ソリューション  
2022年の投資テーマ：パンデミックからの教訓

ページ 6



**Michael Strobaek**  
Global Chief Investment Officer



**Burkhard Varnholt**  
Chief Investment Officer – Swiss  
Universal Bank

投資家センチメントが低水準から好転するなか、ここ数週間は株式市場において力強い回復がみられました。例えば、この回復によりS&P500指数は6月半ばの低水準から約15%上昇しました。本文中でも取り上げるように、台湾をめぐる米国と中国の間で緊張が再燃したものの、株式相場の上昇が減速することは殆どありませんでした。より最近においては、米国のインフレの一時的な緩和により追加的な安心感がもたらされました。

7月の時点では、戦術的な逆張り指標が依然として低水準からの上昇余地を示唆していたため、株式の戦術的なオーバーウェイトを維持していました。最近のラリーによってこの上昇余地は縮小しており、マクロ経済および地政学的な様々なリスクが残っていることを考えると、市場センチメントは確信し過ぎになっている可能性があるかと警戒しています。このため、当社は直近の投資委員会にて、株式の配分を戦略的、つまり中立水準に引き下げることを決定しました。短期的には株式は更に上昇する可能性があるものの、現時点では慎重な姿勢をとることを選好しています。結局のところ、世界経済は低成長局面に入っており、当社エコノミストは現在ユーロ圏及び英国経済が今後数ヶ月間で景気後退入りし、米国経済も成長減速軌道にあるとみています。このようなシナリオにおいては、企業のファンダメンタルズは圧力に晒される可能性が高く、これは株式のパフォーマンスの妨げになるかもしれません。更に、インフレは高止まりしており、一部の地域ではまだピークに至っておらず、中央銀行に利上げを継続する理由を与えています。主要通貨建て新興国債券は、ソブリン債および社債どちらも魅力的な利回りの回復を提供しており、引き続き投資機会があるとみています。

このような厳しい環境を切り抜けるにあたり、当社は引き続きお客様の投資機会を特定することに重点を置いています。この点に関して、今月号においても有益な指針を提供できるよう願っております。

日本の投資戦略 逆張りから中立へ	3
日本アセットアロケーション 株式を中立に修正	5
インベストメント・ソリューション 2022年の投資テーマ：パンデミックからの教訓	6
経済 中央銀行はタカ派的な姿勢を維持	7
グローバル投資戦略 株式を中立に引き下げ	8
スペシャル・トピック トウキディデスの罠に向かうのか？	9
スペシャル・トピック 英国は景気後退に直面し、英ポンドには下落圧力	10
債券 新興国の主要通貨建て債券を選好	11
株式 相場の上昇後、戦略的配分に引き下げ	12
オルタナティブ投資 米国と欧州の不動産には中立的な見方	13
外国為替 英ポンドは軟化、米ドルは堅調	14
予想 一覧	15

編集部への締め切り：2022年8月18日

# 逆張りから中立へ

急速なリバウンドは、潜在的アップサイドを抑制  
センチメント改善で逆張りアプローチの魅力後退

Soichiro Matsumoto  
Chief Investment Officer Japan

## 逆張りアプローチの魅力は後退

サプライチェーン混乱やロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー、農産物供給への懸念などから、欧米中心にインフレ率が急伸してきた。欧米の中央銀行はインフレ抑制のため金融引き締めを加速させたことで、マーケットではリセッション懸念が高まり投資家のセンチメントは6月にかけて急速に低下した。

ただ7月に入り想定以上のペースで上昇してきたインフレ率にピークアウトの兆候が見え始めたことで、センチメントの悪化も一巡している。恐怖指数ともいわれ、投資家のセンチメントを図る指標の一つであるVIX指数の動きをみると、6月までは何度も急上昇を繰り返したが、7月に入り低下傾向を強め、安定した水準に戻っている。

センチメントの改善に伴い、株式などのリスク資産の価格もリバウンドしており、米国株の指数であるS&P500は6月安値水準から約15%程度上昇している。

## もはや割安ではない株価バリュエーション

経済成長への慎重な見通しが広がる中、企業業績については、第1および第2四半期の決算とも堅調な伸びを示している。ただ株価が急速にリバウンドしたことで、バリュエーションの割安さは後退しており、過去の水準と比較して平均的な水準となっている。

また欧米の中央銀行による利上げが継続する状況では、バリュエーションの拡大による資産価格上昇は期待しづらい。

## 立ち止まり冷静に考えるタイミング

資産分散投資では、リターンの高さだけでなく、リスクについても慎重に検討する必要がある。ファンダメンタルの実態以上に悪化したセンチメントやバリュエーションの割安さを背景とし推奨してきた、逆張りアプローチについても、立ち止まり冷静に再考してみる機会となるだろう。

株式の絶対値ベースの期待リターンについて、3~6か月程度のタクティカルな見方は、依然として魅力的なものだと考えている。また長期間での期待リターンも、株式が魅力的な投資資産であると考えている。ただ資産分散投資でのアロケーションは中立とする。

## 持続するコスト高要因

民主主義をベースにした西側諸国と権威主義のロシアや中国との対立は、経済面でも様々な影響をもたらしている。サプライチェーン見直しでも、相互依存を弱めるインセンティブになりつつあり、安全保障上のリスクに対応するための財政負担増加も予想される。また半導体など戦略的に重要なものについては、生産にかかわるサプライチェーンだけでなく、技術開発に関しても相互依存を減らしていく取り組みが強化されることになる。パンデミックによる混乱に加え、このような地政学的対立がサプライチェーンの経済効率をより長期的に低下させる可能性があるだろう。

インフレ率がピークアウトした後も、コロナ前と比べインフレ率は高い水準にとどまることになるだろう。このため金融引き締めによりインフレ抑制を狙うFRBなどの中央銀行は、経済成長のスローダウンを確認するまで、金融引き締めの手を緩めることができないかもしれない。

## 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。ただ世界経済のグローバル化が進んでいた時期と比べ、より高いコストを負担することが求められ、成長の速度はスローダウンするかもしれない。

マーケットのセンチメントが極端に悪化した水準から戻ってきたことで、当面は逆張りアプローチの有効性が後退するだろう。地政学リスクの高まりが世界経済の枠組みにも長期的な影響を与えていくことが懸念される状況では、一旦リスクに中立的なスタンスに戻り、リスク管理を徹底し、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ィ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水準にある。市場の注目が新しい世界経済の枠組みの下での成長性に移っていくことで、米国株の相対的魅力が注目される可能性が高いただろう。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、ヘルスケア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、ヘルスケア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みており、デュレーションを短期化し、ロールオーバーしていくことで、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。

(16.08.2022)

# 株式を中立に修正

グローバル株式をオーバーウエイトから中立に引き下げ、ポートフォリオのリスクを低減

国債は中立、新興国国債にはオーバーウエイトを継続

Maki Shimizu

Investment Strategist – Japan Strategy

## グローバル株に中立

過度に悲観的に傾いていた市場センチメントが改善し、逆張りの妙味が後退した。また、経済成長の鈍化がより意識される状況では利益マージンの低下が株価の足かせ

となる可能性がある。米国については、米FRBは利上げサイクルの打ち止めを判断する前に、明確な需要の鈍化、つまり景気に悪い材料を確認する必要があるだろう。

(16.08.2022)

## 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7月	2022年8月	変化	2022年7月	2022年8月		
<b>流動性</b>	<b>2.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>5.0%</b>	
債券	32.5%	32.5%	0.0%	0.0%	0.0%	32.5%	
日本円	2.5%	4.0%	1.5%	-2.5%	-1.0%	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%	
<b>株式</b>	<b>51.5%</b>	<b>50.0%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>50.0%</b>	
日本	21.0%	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	
世界（日本を除く）	30.5%	29.0%	-1.5%	1.5%	0.0%	29.0%	
スイス	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	
ユーロ圏	1.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-1.0%	2.0%	
北米	16.5%	15.5%	-1.0%	2.0%	1.0%	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%	3.0%	-0.5%	0.5%	0.0%	3.0%	
		中南米	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
		アジア太平洋	3.0%	2.5%	-0.5%	0.5%	
		欧州・中東・アフリカ	0.5%	0.5%	0.0%	0.5%	
オルタナティブ投資	7.5%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	
テーマ	13.5%	13.5%	0.0%	1.0%	1.0%	12.5%	
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%	
<b>合計</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>100.0%</b>	

出所：クレディ・スイス

# 2022年の投資テーマ：パンデミックからの教訓

今年は大いなる転換が進む経済環境下にて、投資家は常に正念場に直面している。本稿では、当社が重視する投資の基本姿勢に立ち返って、投資を継続するためのアイデアを考えたい。

Maki Shimizu

Investment Strategist – Japan Strategy

## 正念場はいつ？

当社は今年のテーマに「大いなる転換」を掲げている。その文字通り、コロナ前にマーケット参加者が慣れきっていたゴールドディロック相場や政策支援が強く寄与する金融相場は終焉を迎え、従来の景気サイクルに戻るための正常化が進められる段階では、相場の居所探しが繰り返され、大幅な市場変動を招いている。今年上期の半年間は厳しい相場環境が続いたが、通常の景気循環に戻る過程では、常に「正念場」が待ち受けている。

そこで、リスクを恐れて投資をしないという選択肢を排除しつつ、景気循環の「山」も「谷」も受け入れる長期投資の基本姿勢に立ち返って投資ソリューションを考えたい。マーケットが激しく動く際に、投資ポジションを維持するためには、自己の不安心理との葛藤も求められよう。ただ、その不安の程度は、偏った資産クラスに投資しているか、分散を図っているかによって、大きな差を生む可能性がある。当社が従来から繰り返し主張している分散投資の意義とは、市場の変動に対し投資ポートフォリオの耐性を強化することであり、リスク管理をしながらマーケットに参加し続けるための基本原則でもある。

## 投資継続のための分散投資

金融市場の変動を捉えながらポートフォリオの安定運用を目指すためのクレディ・スイスのポートフォリオ・ファンドや投資一任運用のマンデート・ソリューションは、最新のハウス・ビューに基づくマルチ・アセット運用である。ハウス・ビューから考案される主要資産クラスへの投資配分では、戦略的資産運用（Strategic Asset Allocation, SAA）にて基本戦略が決定され、それに対し、3～6カ月の市場予想に沿って戦術的資産運用（Tactical Asset Allocation, TAA）を反映させることで、相場環境に臨機応変に対応しながらアルファに該当する超過リターンを捉える。これらの投資ソリューションは、他の主要資産クラスに対し秀でたパフォーマンスは期待しにくいものの、安定的なパフォーマンスを計上しており、長期的に投資を継続するための重要性を強く示していると考えられる。

一任運用型以外では、伝統的資産クラスとの相関が低いオルタナティブ投資を用いて、不安定な相場でも投資リスクを限定したい。ピクテ・マルチアセット・アロケーション・ファンドといった市場中立型のオルタナティブ投資へのアロケーションを含むタイプやプライベート・アセット投資を中心とする私募ファンドなど、安定的なリターンの源泉としての妙味も併せて、投資継続を可能にするソリューションとして採り入れたい。

(17.08.2022)

## 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

# 中央銀行はタカ派的な姿勢を維持

世界経済の成長率がトレンドを下回る時期は2023年まで続き、ユーロ圏と英国では景気後退に陥ると予想する。

インフレ率は今後数ヶ月以内に低下すると思われる。しかし、主要な中央銀行が金利を引き下げることはないだろう。

Peter Foley  
Economist

世界経済の成長見通しは引き続き悪化している。世界的な成長率がトレンドを下回る現在の状況は、少なくとも来年前半まで続くと思われる。我々は現在、ユーロ圏、英国、カナダが2023年末までに景気後退に陥り、世界のGDP成長率は今年が平均2.7%、来年は平均1.7%になると予想している。

需要は世界的に弱まっている。家計の収入はインフレ率の上昇によって損なわれており、これは今後数四半期にわたって消費の重荷となるだろう。金融環境の逼迫と景気後退への懸念がセンチメントを圧迫しているため、企業投資の見通しも同様に暗いものとなっている。中国の景気刺激策は、世界の他地域の低迷をある程度は相殺するだろうが、その効果は短期間となる可能性が高い。中国の刺激策は国内インフラを中心としたものであるため、他地域の活動を刺激することはほとんどないと思われるからだ。

世界の製造業では、在庫が成長の追い風から逆風に急転換している。今年の前半には歴史的な世界的在庫の積み増しが発生した。現在では、パンデミック後の「正常な」在庫水準への再構築は終わったと判断している。パンデミックに最も敏感なセクターでは、小売業者や卸売業者が急速に在庫過多となり、その結果、注文が減らされる可能性が高い。

## インフレ率は低下するも、利下げを妨げ得る高水準に留まる

過剰在庫、サプライチェーンへの圧力の緩和、需要の軟化により、財の価格へのグローバルな上昇圧力は反転するものと思われる。コモディティ価格の最近の下落は、

短期的にはこの圧力を後押しするだろう。しかし、先進国の消費バスケットの20%から30%を占めるコア財のインフレ率が有意に低下しても、インフレ率に占める割合が高いサービス・インフレは低下しにくい状況となる可能性が高いため、総合インフレ率は中央銀行の目標値を不快なほど上回ったままとなりそうである。

米国のインフレ率はピークに達したとみられるが、労働市場と住宅市場の逼迫により、少なくとも2023年末までは3%を超えるインフレ率で推移すると考えられる。欧州では、インフレ率のピークはまだ先となる可能性が高く、冬場のさらなるエネルギーの逼迫が上昇リスクを高めるだろう。インフレ率が目標を大幅に上回る状態が長く続けば続くほど、これまで比較的安定していた中期的なインフレ期待が上昇に転じるリスクは高くなる。

このため、主要な中央銀行は今年、「ハト派的な方向転換」を控えるものと思われる。当社は、米国連邦準備制度理事会（FRB）が年内にさらに125ベースポイントの利上げを実施し、2023年第1四半期に1回の追加利上げを行うと予想している。欧州中央銀行とイングランド銀行は、成長見通しが弱いにもかかわらず、年内に同程度の利上げを実施するとみられ、他の世界の中央銀行も追随すると思われる。

年末にかけては、特にインフレ率が明らかに低下すれば、世界的な利上げペースは大幅に鈍化する可能性が高い。しかし、インフレ率が目標を上回って推移していることから、2023年中に主要な中央銀行が利下げを行うことはなく、金利は限られた領域にとどまると予想される。

(12.08.2022)

# 株式を中立に引き下げ

株式市場はここ数週間、力強い反発を見せている。これまで低迷していた戦術的な指標が概ね正常化したことを踏まえ、当社は株式の配分を戦術的なオーバーウエイトから中立に変更する。

新興国の主要通貨建て債券については、ソブリン債と社債の両方が魅力的な利回りを提供し続けているため、オーバーウエイトを維持する。

Philipp Lisibach  
Chief Global Strategist

世界の株式市場は、6月中旬に記録した安値から力強い回復を遂げている。S&P500種株価指数の約15%の上昇（6月15日から現在まで）は、投資家心理の改善によって市場が反発した過去の平均的な回復と一致している。しかし、私たちはこの回復が一時的なものにすぎないのではないかと懸念している。クレディ・スイスの投資委員会（IC）は7月の会合で、逆張り戦術の指標が引き続き株式市場の強い上昇余地を示唆しているとして、株式のオーバーウエイト配分を維持した。直近では、米国のインフレ率がやや改善したことで、市場の上昇モメンタムが維持され、短期的にはさらに上昇する可能性がある。しかし、当社の逆張り指標はもはや買いシグナルを発していないため、投資委員会は、さらなる上昇の可能性については、依然として高まっている経済の不確実性や企業のファンダメンタルズに対するリスクに照らし合わせて吟味する必要があると考えている。

## 高まる経済リスク

世界経済は成長鈍化の時期に直面しており、ユーロ圏と英国は今後数四半期に景気後退に陥ると予想されている。米国については、失業率の上昇を伴う本格的な景気後退は避けられると予想しているものの、そうなる可能性は通常より高いと思われる。景気後退がなくても、価格決定力の低下と人件費の高騰が予想されるため、企業の利益率は圧迫されるだろう。本格的な景気後退の場合には、特に利益率がまだ過去最高水準に近いことから、収益は大幅に減少する可能性がある。

米国のインフレ率がコンセンサスを下回った後でも、米国の年間インフレ率は総合で8.5%、コアインフレ率（変動の激しい食品とエネルギー成分を除く）で5.9%と、不快なほど高い水準にある。最近の労働市場の堅調なデータも、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを継続することを示唆している。経済活動が予想以上に堅調であれば、市場はさらにタカ派的なFRBに対処しなければならないだろう。FRBが引き締め基調を脱するには、大幅な景気の悪化が必要なようだ。どちらのシナリオも市場にとってマイナスとなるだろう。欧州では、欧州中央銀行とイングランド銀行が、まだピークに達していないインフレ率のさらなる上昇と戦っている。要するに、引き締めリスクと成長リスクを絶妙にバランスさせられる経済の道筋は、かなり狭まっているということだ。投資家心理の落ち込みが収まった今、投資委員会では、株式を中立にすることでポートフォリオのリスクを軽減することが賢明だと考えている。

## 新興国の主要通貨建て債券のオーバーウエイトを維持

投資委員会は、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。新興国の社債およびソブリン債は、利回りの向上により魅力的なリターン見通しを提供している。先進国債券については戦略的配分を維持した。

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](http://www.credit-suisse.com/cio/film)

(15.08.2022)



# トゥキディデスの罠に向かうのか？

米国のペロシ下院議長が最近台湾を訪問し、デリケートな米中関係に再び注目が集まっている。

実際、これにより米国と中国はトゥキディデスの罠に近づいた可能性がある。

**Michael Strobaek**  
Global Chief Investment Officer

8月初めの米国のナンシー・ペロシ下院議長の台湾訪問は、国際的な騒動を引き起こした。確かに、この訪問により米国と中国はトゥキディデスの罠（米国の政治家学者グレアム・アリソンによって作られた表現）に一步近づいたように見える。言及されることの多い2017年の記事「トゥキディデスの罠」において、彼はまさしく古代ギリシャのスパルタとアテネと同じように、新興勢力である中国と既存勢力である米国が主要な衝突に向かうのは避けられないと主張している。この点において、ペロシ議長の訪問は特に、世界経済の脆弱な状況と新たな世界秩序の出現を考えると、米国と中国の関係が通常以上に気を付けて対処されるべきである状況において、とりわけ慎重を要するように見える。実際、世界は欧州における1つの戦争に対処しており、大国間の新たな戦争に対処する余裕は殆どない。

## 国内事情

ペロシ議長の訪問は、本質的には米中関係にはあまり関連性はなく、それよりも米国の国内政治、とりわけ11月の中間選挙との関連性の方が大幅に大きいとみられる。世論調査に基づく予測によると、この中間選挙で民主党が議会の主導権を失い、これによってペロシ議長は下院議長の座を退くことになる可能性がある。

中国当局の抑制的な反応と同様に、金融市場ではこの訪問は殆ど受け流された。リスク・プレミアムは当初上昇したが、すぐに後退した。2日間の訪問の間、現地の株式ベンチマーク指数のパフォーマンスは期待外れで冴えないものとなり、中国は（主に不動産市場をめぐる懸念を

背景に）1.5%下落、台湾は2%以下の下落となった。一方、台湾ドルがレンジ取引となるなか、中国オフショア人民元は6.76（6.75～6.80のレンジ）で安定した。

## 経済的課題に焦点

中国共産党の第20回党大会までわずか数ヵ月となるなか、中国政府は混乱を避けようとしている。更に、たくさんの経済的課題に取り組んでいる。引き続き重要度の高い優先事項に焦点を当てるのが国政運営の正しいやり方であると考えられる。米国については、バイデン政権も国内の経済および地政学的問題（特に高インフレ）に直面していることを考えると、深刻化を招くことには関心がないとみられる。

ペロシ議長の訪台後、中国は台湾周辺で前代未聞の大規模な軍事演習を行い、この外交的原則の侵害の重大さを示した。その潜在的な結果や影響を予測するのは難しい。しかし、短期的に米国と中国の間で主要な紛争が起きる可能性は低いとみている。

## 多極的世界での生き方

これは長期的な問題を提起している。グレアム・アリソンのシナリオは回避不可能なのか？グローバル化が衰退し多極的世界に移行するなか、これよりも良好なシナリオに注目したい。当社は2022年の投資展望においてこの変遷について取り上げ、その結果として投資家が予想すべきボラティリティを予測した。短期および長期的な地政学的展開およびリスクへの警戒を続けることは依然として当社の投資プロセスの重要な要素であり、これは顧客の戦略的資産配分におけるリスクと投資機会のバランスをとる上で特に重要である。

(11.08.2022)

# 英国は景気後退に直面し、英ポンドには下落圧力

当社は、英国経済が、2022年第4四半期に景気後退に入ると予想しているが、高いインフレ率により、イングランド銀行はタカ派的姿勢を維持するだろう。

このような背景から、英ポンドは、特に米ドルに対してさらに下落すると思われる。GBP/USDについては3ヵ月で1.16まで下落すると予想している。

**Sonali Punhani**  
European Economist

**Luca Bindelli**  
Head of Fixed Income and Currency and Commodity Strategy

英国は新しい首相を選ぶ段階にあるが、新首相は非常に厳しい経済見通しに直面することになる。英国の成長は鈍化しており、2022年第4四半期以降、2023年第3四半期まで景気後退に入ると当社は見ている。ガソリン価格の高騰、食品価格の上昇、金利の上昇が家計を圧迫し、消費者と企業の支出の重荷となるため、消費者は実質所得の大幅な減少（2022年に-2.5%、2023年に-1.8%）に直面する可能性が高い。世界経済の成長鈍化は、英国にも影響を及ぼすだろう。ただし、財政支援、高い消費者貯蓄、逼迫した労働市場、サービス支出の正常化により、景気後退が緩和される可能性もある。

## 頑強に高いインフレ率

同時に、40年ぶりの高水準にあるインフレ率は、2022年に平均9.2%、2023年に平均7.0%となる見込みであるため、イングランド銀行（BOE）はタカ派的な姿勢を崩していない。25ベースポイントの慎重な利上げを経て、BOEは8月会合でより強力な50ベースポイントの利上げを実施した。これにより、短期的により大きな動きへの扉が開かれた。当社は現在、BOEが利上げを前倒しし、2023年初めまでにさらに125ベースポイント引き上げて3.0%にすると予想している。しかし、2023年もインフレが続いた場合、BOEは8月会合で予想した景気後退にもかかわらず、金利を制限的な領域に維持せざるを得ないだろう。インフレが大幅に緩和される明確な証拠が出るまで、BOEは方向転換できないと当社は見ている。

## 政治リスク

このような困難な背景から、政府は生活費の大幅な圧迫を乗り越えるべく経済を支援する必要に迫られている。首相候補の2人、リシ・スナク前財務相とリズ・トラス外相は、財政政策で意見が分かれている。トラス氏は340億ポンドに相当する、資金が確保されていない減税を約束している。減税は成長を助けるかもしれないが、インフレを促進し、BOEのさらなる利上げにつながる可能性がある（財政政策を緩め、金融政策を引き締める）。一方でスナク氏は、消費者を助けるために的を絞った支援を約束しており、これは景気後退の深刻さを軽減できるかもしれない。保守党の党首討論の結果は9月5日に発表される。世論調査では、トラス氏がスナク氏を上回っているようだ。トラス氏は、BOEの独立性と権限を疑問視しているようであるため、彼女が首相になった場合、政策の不確実性（財政、金融、Brexit）が高まると当社は見ている。トラス氏はまた、北アイルランドおよびEUに対する強硬路線を維持する可能性が高い。

## 英ポンドの見通しは悪化

マクロ経済や政策の背景が厳しいことから、英ポンドは、特に対米ドルで引き続き軟調に推移すると思われる。金利見通しが改善されたとはいえ、BOEの利上げが英ポンドを下支えするとは考えづらい。実際、英国は景気後退と政治リスクが高まっているため、リスクプレミアムは上昇するだろう。GBP/USDは時間とともに下落し、3ヵ月で1.16を目指すと思われる。12月には1.18に向けてやや回復する可能性があるが、特にインフレと政策面での進展に左右されるだろう。

(12.08.2022)

# 新興国の主要通貨建て債券を 選好

成長リスクにもかかわらず、主要な中央銀行がインフレを懸念しているため、国債市場は当面、双方向のリスクにさらされる可能性がある。

米国の金融情勢がいくぶん緩和され、スプレッドが適正な水準にあることから、新興国の主要通貨建て債券の魅力的なリターン見通しを保持する。

Luca Bindelli

Head of Fixed Income and Currency and Commodity Strategy

国債利回りは、米国連邦準備制度理事会（FRB）の7月の会合を背景に、成長懸念とインフレ・リスクがピークアウトしたとの認識で低下した。現在の高いインフレ率は徐々に低下すると予想され、労働市場が依然堅調であることから、さらなる政策引き締めが正当化されると思われる。このため、米国の利回り、特にイールドカーブの短期部分には圧力がかかるだろう。欧州の成長リスクは米国よりも高いと思われるが、イングランド銀行と欧州中央銀行はインフレ率の上昇に直面しており、利上げを継続する予定である。したがって、短期的に利回りがさらに低下する余地は限定的であり、国債のリターンは現金と同程度のわずかなプラスにとどまると考えている。来月のFRBによるバランスシート削減ペースの引き上げは、米国利回りの上昇リスクとなり得るが、その潜在的な影響は、景気循環やインフレ要因の影響ほど重要ではないと考えている。

また、ポートフォリオ内の国債エクスポージャーは戦略的水準に近づけることが適切であると考えている。金融引き締めと成長鈍化の中で、インフレがいずれ大きく緩和されれば、国債を取り巻く環境は良好になるはずである。当面は、米国、ユーロ圏、英国、スイスの国債のデュレーションをベンチマークに近い水準に維持する。インフレ連動債を同等の名目国債より選好することはない。

## 新興国クレジットを選好

クレジットでは、最近の金融情勢の安定化と中央銀行の過度にタカ派的な姿勢によるリスクの後退にもかかわらず、投資適格債とハイ・イールド債については中立を維

持する。高インフレと景気後退のリスクがクレジット市場のパフォーマンスを抑制すると思われる。先進国、新興国ともに、クロスオーバー（BBB格とBB格）クレジットを選好し、米国については、低格付けのハイ・イールド債より投資適格債を選好する。欧州のガス供給削減は欧州の低位金融債にとって圧力となるだろう。投資適格債では、非景気循環セクターと米国のシニア金融セクターを選好し、ハイ・イールド債では、引き続き短期のデュレーションと質の高いセグメントを選好する。クレジット全般では、引き続き新興国の主要通貨建て社債を選好する。

## 新興国債券にさらなる支援材料、メキシコを選好

スプレッドが590ベースポイント以上拡大した後、新興国の主要通貨建てソブリン債は7月中旬以降、大幅に上昇し、回復した。直近のFRB会議以降、市場は、タカ派的姿勢がまもなくピークに達し、景気後退への懸念が和らぐと予想している。新興国の総合インフレ率に対するコモディティ関連の圧力も緩和される可能性がある。新興国の主要通貨建て債券は引き続き魅力的なキャリーを示しており、JPモルガン新興国債券指数の年初来のパフォーマンスの低下（約-16%）は過去の景気後退時と同等であるため、当社は魅力的なリターン見通しを維持している。市場のポジションが軽いことと比較的堅調なファンダメンタルズは、さらなる支援材料となる。最大のリスクは、米国のインフレ・ショックが再燃し、米国のイールドカーブが再度上昇することだ。メキシコは米国と緊密な貿易関係にあり、米国はタカ派的姿勢のピークに来ていることから、メキシコの主要通貨建てソブリン債についてはポジティブに変更する。また、中南米がアウトパフォーマンスすると予想する。

(12.08.2022)

# 相場の上昇後、戦略的配分に引き下げ

6月中旬以降の安心感からの株式相場の上昇を受けて、ポートフォリオにおいて株式へのエクスポージャーを戦略的配分に削減する。利益の軟化とセンチメントの改善を受けて株式のアウトパフォーマンスは後退した。

先進国市場の株式の中では米国を選好し、新興国市場では中国を選好する。引き続き、情報技術（IT）およびヘルスケア・セクターを選好する。

Marc Häfliger

Head of Global Equity Strategy

グローバル株式は今年上期は非常に低迷したが、6月半ばの低水準から回復し始めている。この回復は、懸念されたより好調だった第2四半期の決算発表、インフレがピークに達した兆し、（実質）利回りの低下および機関投資家によるショート・カバーにけん引されたものとみている。第2四半期決算発表シーズンは終わりを迎えている。MSCIワールド混合収益および一株当たり利益（EPS）成長率（前年比）はそれぞれ16%および7%となった。指数レベル（MSCIワールド）では、利益率は前期比でやや低下（16ベース・ポイント減）している。見通しについては、企業の決算発表では前期に比べて、「景気減速」「貸出残高の伸び」、「価格設定」や「サプライチェーンの混乱」への言及が増えた。

## 株式は中立配分に削減

最近の安心感からの上昇局面後、当社投資委員会はポートフォリオにおいて株式の配分を戦略的水準に引き下げた。当社が逆張り指標と考えるセンチメントは、非常に落ち込んだ水準から回復し、マクロ経済および利益見通しは悪化し始めた。引き続きグローバル株式の支援材料となりアンダーウェイト配分に反する要素は、現在のフェア・バリュエーション、株式ポジションの削減、プラスの利益成長および少なくとも米国ではインフレがピークに達したという初期兆候である。

## 米国、中国、ITおよびヘルスケアを選好

現在中立の当社の株式配分においては、引き続き米国および中国株式市場を選好している。米国株式市場は比較的堅調な利益見通しに支えられている一方、中国市場についてはその支援的な財政および金融政策を背景に、選好している。ユーロ圏については、経済見通しがかなり厳しく、利益予想は楽観的過ぎるとみており、慎重な見方を維持する。現在、スペイン株（MSCIスペイン）は、急激に悪化するマクロ経済見通し、周辺国スプレッドの拡大および政府介入に関する逆風を考慮し、先進国市場のベンチマーク（MSCIワールド）をアンダーパフォームするとみている。

セクター別では、引き続き優れた利益、マージンの安定性、底堅いキャッシュ・フローの創出および低レバレッジを背景に、ITセクターがアウトパフォームするとみている。ディフェンシブ・セクターの中では、生活必需品よりもヘルスケアを選好する。ヘルスケア・セクターはバリュエーションなど良好なファンダメンタルズを提供している。現在、MSCIワールド素材指数はMSCIワールド指数をアンダーパフォームするとみている。素材セクターは特に現在の世界的な成長減速と景気後退リスクの高まりに脆弱である。同セクターの業績は大きく軟化しており、2023年は利益成長がマイナスになるとさえ予想されている。更に、企業の業績見通しはかなり冴えないもので、今後の需要環境の軟化が警告されている。当社の慎重な見方への主要なリスクは中国の景気対策が予想を上回る可能性である。これは金属およびバルク・コモディティ価格を押し上げるだろう。

(12.08.2022)

# 米国と欧州の不動産には中立的な見方

ヘッジファンドとプライベート・エクイティの市場ダイナミクスは、引き続き慎重な投資アプローチを示唆している。不動産に関しては、米国については中立、ユーロ圏の不動産はこれ以上、上昇する可能性はないと見ている。

コモディティは、成長への懸念が重荷となって最近不安定な動きを見せている一方、供給不足はほぼ解消されつつある。今後については、中立的な見方をしていく。

**Jelena Kucenko**  
Head of Alternative Investments

**Stefan Graber**  
Head of Commodity Strategy

## ヘッジファンド：ポートフォリオの安定性の向上

ヘッジファンドは7月と8月初旬に小幅に上昇した。ファンダメンタルズと相対価値の戦略のファンドは、成長に敏感な資産の回復とボラティリティの低下から恩恵を受けた。マクロ・スタイルは、価格のモメンタムが弱まったことで出遅れたが、今年最もパフォーマンスの高い戦略であることに変わりはない。主要中央銀行による最近の利上げを受け、グローバルな流動性状況は引き締めつつある。したがって、当社の取引条件バロメーターは、ヘッジファンド、特に当社の推奨戦略であるグローバル・マクロとコモディティ・トレーディング・アドバイザーがリスク資産に対して超過収益をもたらす傾向があることを示唆している。

## コモディティ：現物の圧力は非常に暫定的ではあるが緩和

コモディティは、（ガスなどの例外を除き）調整の後、地固めをしつつある。供給は依然逼迫しているが、ターム・スプレッドの軟化に反映されるように、現物の入手可能性が改善する兆しもある。成長/需要に対する懸念が高まっており、大規模な停電が再発しない限り、供給状況は今後さらに緩和される可能性がある。とはいえ、地政学的な緊張の中で供給途絶のリスクは依然として高く、ある程度のリスクプレミアムは保証されるだろう。EUのガスと電力の市場は、この冬も引き続き、最も供給不足のリスクが高い。石油については、需要が季節的にピークに達した可能性が高く、在庫に対する圧力が緩和され始めたため、価格が沈静化している。それでもなお不確実性は高いが、当社の基本シナリオでは、2023年には市場は均衡すると考えている。貴金属は依然、引き締め政

策の影響を受けやすいが、現在のサイクルが終わりに近づくとつれて、環境は改善されるだろう。ペースメタルは、ここ数週間、大幅な下落を余儀なくされたが、中国の景気刺激策への期待によって下支えされている。とはいえ、中国以外の需要は軟化の一途をたどっている。農業では、黒海からの輸出が再開され、暑い天候にもかかわらずEUと米国の作柄が良好であったことが、いくらかの救いとなった。しかし、そのような誤差はまだ小さく、ボラティリティの高さにつながることから、全体的なリターン見通しは中立と思われる。

## 不動産：米国の見通しが改善

国債利回りの低下により、上場不動産は7月に力強いリターンを達成した。上場不動産はセクターを問わず幅広く上昇したが、好調な業績報告に支えられた物流セクターが最も良好な結果となった。当社は引き続き、グローバルな上場不動産はグローバルな株式と同程度のパフォーマンスを示すと考えている。地域別では、成長鈍化に伴い、より弾力的なセクターへのエクスポージャーを持つ米国を中立とする。ユーロ圏は、マクロ環境が厳しく、レバレッジに対する懸念が続いていることから、もはやアウトパフォームするとは考えていない。

## プライベート・エクイティ：マルチストラテジー・アプローチ

地政学的緊張、金融引き締め継続、景気後退への懸念がある中、私募市場の資金調達と投資活動は、依然として前年のピークを下回っている。ファンドの組成に過去最長の月日を要しているため、投資家は依然、非常に慎重かつ選別的である。当社は、長期的な視野に立った分散型マルチストラテジー・アプローチの選好を改めて確認する。長期的な成長に支えられた投資機会（テクノロジー・ファンド）、高い価格決定力に支えられた投資（大型バイアウト）、戦術的な投資機会（セカンダリーファンド）に重点を置く。  
(12.08.2022)

# 英ポンドは軟化、米ドルは堅調

米ドルは今後数ヶ月である程度強さを取り戻すとみられるが、英ポンドは更なる軟化が予想される。

新興国市場では、ブラジル・リアルおよびシンガポール・ドルと共に、インドネシア・ルピアにポジティブに転じ、ポーランド・ズロチに対する慎重な見方を強める。

Luca Bindelli

Head of Fixed Income and Currency and Commodity Strategy

米連邦準備制度理事会（FRB）の7月会合後、米ドルは調整した。米国の金利のピークが認識され、全般的な米ドル安とリスク・センチメントの改善につながった。しかしながら、一時的なインフレ緩和の兆しはあるものの、根本的なインフレ圧力は続いており、2023年の米国の政策金利の更なる引き上げの可能性を排除するのは時期尚早であろう。しかし、米ドルは引き続き比較的良好な成長および米国の短期的な政策引き締めを受けた高キャリーから恩恵を受けるだろう。欧州においては、現在ユーロ圏および英国はどちらも今後数四半期間で景気後退入りするとみている。このため、それぞれの中央銀行による政策引き締めは続くものの、ユーロ、そして英ポンドはより一層、下方に留まるだろう。以前に示した通り、米国の成長懸念の高まりにより、金利低下予想を通じて米ドルの上昇余地は一服する可能性がある。しかし、世界的な成長懸念は最終的に更に高まり、安全資産への需要が生じ、これは米ドルに恩恵をもたらすとみられるため、依然としてこの一服は一時的なものに過ぎないとみている。

日本円も米ドルの全般的な調整から恩恵を受けた。しかし、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は日本円は脆弱な状態に留まるとみている。EUの景気後退リスクが上昇しスイス国立銀行が政策の正常化を進めるなか、EUR/CHFはパリティ（等価）割れが続く可能性が高く、3ヵ月後には0.97前後で取引されるとみている。

## 続く英ポンドへの下落圧力

センチメントの改善および米FRBのタカ派姿勢の軽減が認識されるなか、英ポンドは最近やや回復した。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ヵ月後には1.16の水準になると予想している。政治リスクとともに国内のマクロ経済面の課題を受けて、短期的に英ポンドに対する圧力は高まる可能性が高い。金利見通しは改善したものの、景気後退リスクが高まるなか、イングランド銀行による追加利上げは英ポンドの支えにはならない可能性が高い。

## インドネシア・ルピアにポジティブ、ポーランド・ズロチに慎重

新興国通貨は、月初に更に軟化した後、世界的なリスクセンチメントが改善するなか、7月後半に回復し始めた。コモディティ価格の影響は中期的には後退するとみられるが、景気後退懸念やFRBのタカ派姿勢の継続をめぐるリスクは残っており、キャリー関連の利益は限定されるだろう。全体的にみて、新興国通貨のトータル・リターン予想は冴えない状態に留まっている。ポーランド・ズロチは、予想されるユーロ圏の景気後退入りに対して特に脆弱に見える。更に、インフレ率は依然として高いものの、ポーランド国立銀行は追加利上げには消極的に見える。このため、ポーランド・ズロチに対しネガティブに転じる。米ドル高に対する追加的な政策対応を考慮し、USD/SGDにネガティブに留まる。更に、インドネシア・ルピアについては、底堅い貿易黒字および相対的にハト派的な中央銀行の姿勢を受けた株式の資金流入の可能性を背景に、ポジティブに転じる。最後に、ブラジル・リアルについてはポジティブな見方を維持する。

(11.08.2022)

# 一覽

見通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	0.48	0.70	1.10
ユーロ	0.00		1.00	1.50	0.97	1.10	1.60
米ドル	2.38		3.25-3.50	3.75-4.00	2.81	3.00	3.30
英ポンド	1.75		2.50	3.00	2.13	2.20	2.60
豪ドル	1.85		2.60	2.60	3.26	3.70	3.60
日本円	-0.10		-0.10	-0.10	0.18	0.25	0.35

スポットレート2022年8月16日の終値。\*予測日は2022年8月10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**	1,753	15.9	2.2	1,750	1,835
米S&P 500種	4,297	18.9	1.5	4,280	4,450
ユーロストックス 50	3,790	11.7	3.5	3,750	3,810
英国 FTSE 100	7,509	9.7	4.0	7,540	7,690
日本 TOPIX	1,982	12.7	2.5	1,950	2,015
オーストラリア S&P/ASX 200	7,105	14.3	4.5	7,030	7,215
スイスSMI	11,172	17.3	3.1	11,240	11,570
MSCI EM**	151,131	11.5	3.3	151,500	159,000

価格は2022年8月16日。\*予測日は2022年8月11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)	1779	1750	1750
銀 (USD/oz)	20.2	19	18
プラチナ (USD/oz)	938.5	900	950
パラジウム (USD/oz)	2163	2100	1800
銅 (USD/ton)	7983	8500	7500
WTI原油 (USD/bbl)	87.3	100	90
ブルームバーグ・コモディティ指数	262.5	261	248

スポットレートは2022年8月17日の価格。\*予測日は2022年8月11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	2.69	51	7.00	0.00%	0.10%
BCグローバル国債	2.07	16	7.91	-0.10%	0.05%
BCグローバルIG社債	3.96	150	6.58	0.33%	1.32%
BCグローバルHY社債	8.09	533	4.21	-0.07%	-0.27%
JPモルガンEMBIGローバル・ディバースィファイドHC	7.90	486	6.46	1.13%	4.50%

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8月16日現在。\*予測日は2022年8月11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	1.02	1.00	1.04
USD/CHF	0.95	0.96	0.95
EUR/CHF	0.97	0.96	0.99
USD/JPY	134.12	138.00	135.00
EUR/GBP	0.84	0.85	0.88
GBP/USD	1.21	1.16	1.18
AUD/USD	0.70	0.71	0.71
USD/CAD	1.29	1.23	1.22
EUR/SEK	10.51	10.50	10.60
EUR/NOK	9.87	9.90	10.10
EUR/PLN	4.68	4.90	4.99
USD/CNY	6.78	6.65	6.85
USD/SGD	1.38	1.35	1.32
USD/KRW	1309.30	1300.00	1260.00
USD/INR	79.54	79.50	78.00
USD/BRL	5.15	4.85	5.00
USD/MXN	19.83	19.90	21.00

スポットレートは2022年8月17日の価格。\*予測日は2022年8月11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	1.0	0.6	2.3	1.0
欧州	5.3	2.5	-0.2	2.6	8.0	3.8
米国	5.7	1.6	0.8	4.7	8.1	4.2
英国	7.4	3.4	-0.6	2.6	9.2	7.0
オーストラリア	4.7	3.9	2.0	2.8	6.1	3.3
日本	1.7	0.6	0.6	-0.2	1.7	1.5
中国	8.1	4.6	4.5	0.9	2.3	2.0

最終予測日は2022年8月17日。出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス/IDC (17.08.2022)

## 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・シェゲル	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）の値上がりがか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、通常毎月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いとりますが、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.**

### 発行元

Credit Suisse Wealth Management  
Investment Solutions & Sustainability

### イントラネット（社員のみ）

<https://isr.csinfra.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.csinfra.net/subscriptions> をご覧ください。