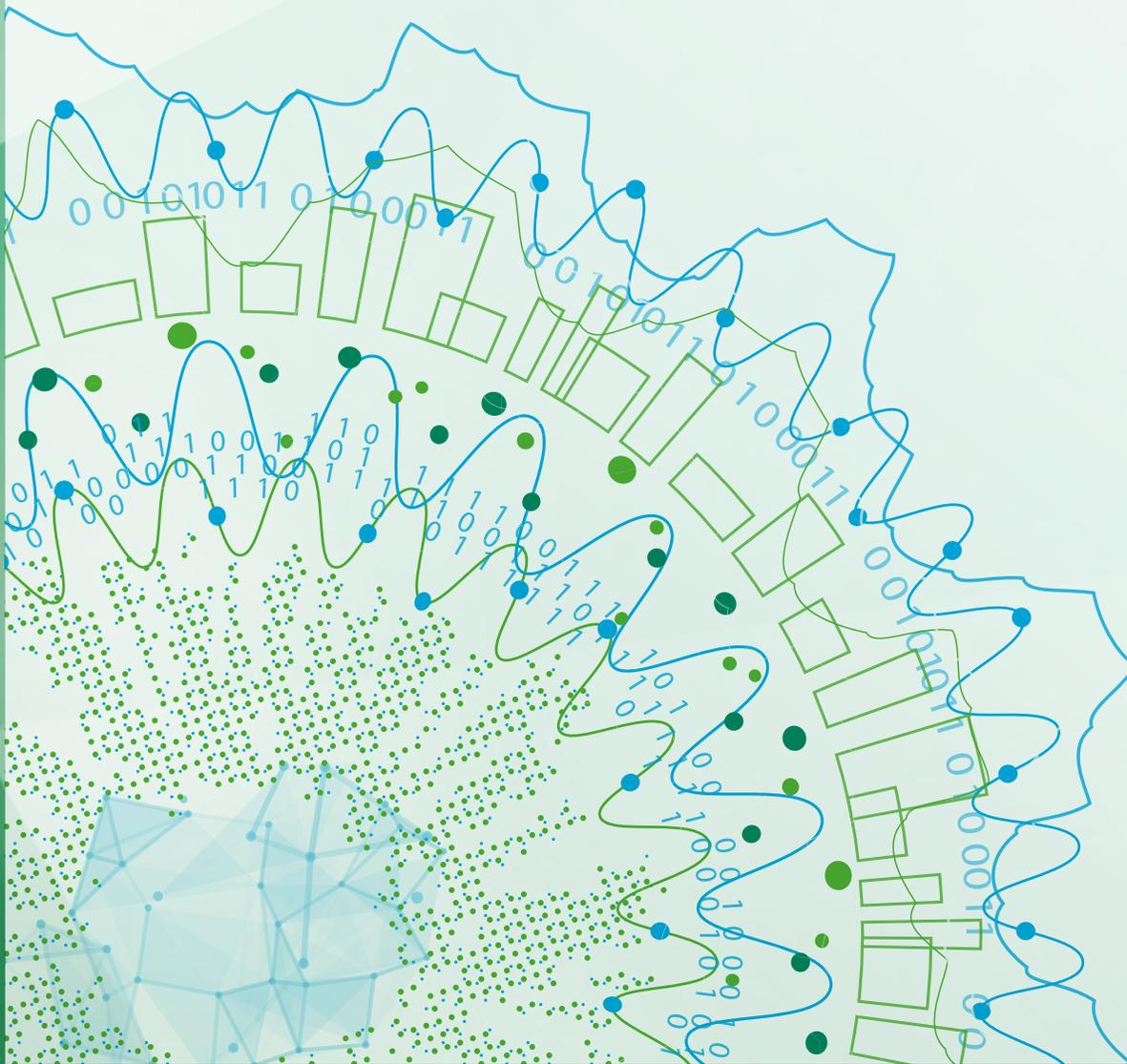


Q4

インベストメント・アウトルック

> 2018年10-12月CIOラウンドテーブル: ボラティリティに耐える防御策
(2018年9月末時点)



インベストメント・アウトルック



G. DAVID MacEWEN
共同チーフ・インベストメント・オフィサー、
アメリカン・センチュリー・インベストメンツ、
兼チーフ・インベストメント・オフィサー、
グローバル・フィクスト・インカム



VICTOR ZHANG
共同チーフ・インベストメント・オフィサー、
アメリカン・センチュリー・インベストメンツ



CLEO CHANG
ヘッド・オブ・インベストメント・
ソリューションズ



KEITH CREVELING, CFA
共同 チーフ・インベストメント・オフィサー、
グローバル・グロース・エクイティ



VINOD CHANDRASHEKARAN, Ph.D.
チーフ・インベストメント・オフィサー、
ディシプリンド・エクイティ



KEVIN TONEY, CFA
チーフ・インベストメント・オフィサー、
グローバル・バリュー・エクイティ



RICH WEISS
チーフ・インベストメント・オフィサー、
マルチアセット戦略



GREG WOODHAMS, CFA
共同チーフ・インベストメント・オフィサー、
グローバル・グロース・エクイティ

2018年10-12月期

はじめに

各国の経済が2008年の金融危機からそれぞれのペースで回復するにつれ、かなりの期間、世界の中央銀行はそれぞれ異なる政策を続けています。しかし、格差はあるものの、グローバル経済の成長は(緩やかながらも)安定しており、同時に起こっています。このような環境においては、成長率の上昇がすべての市場を押し上げるため、投資はそれほど難しいものではありませんでした。グローバル経済の成長サイクルが引き続き成熟するに伴い、世界中の主要経済間の格差が拡大すると私どもは考えます。2018年には、欧州の成長が緩やかになる一方で、米国経済は前例のない法人税減税の追加的な効果を受けており、先進国間の経済格差が生じています。

一時的なボラティリティの上昇(これは正常なことです)を予期し、備える時期であるとの私どもの見解は、この経済格差の兆候によっていっそう強調されています。

こういった鳴動の一部は新興国市場に由来しています。一連の誤った政治的判断や政策決定によってトルコの通貨と金融市場が暗転し、新興国市場はすでに難しい年に直面していました。一方、アルゼンチンは引き続き債務の増大に苦しみ、ペソが急落しています。飛び火を警戒した売却が他の市場でも加速し、投資家のリスク資産への投資意欲は冷え込みました。

世界貿易の緊迫も潜在的なボラティリティの要因のひとつです。これまでのところ、貿易摩擦は大豆生産者の他、鉄鋼やアルミ、自動車、エレクトロニクス企業にも影響しています。あちこちから喧騒が聞こえ、交渉戦術なのか貿易政策なのか区別することが難しくなっています。長い貿易戦争になるのか、そうなった場合どのような結果になるのか、予測できませんが、明確な勝者はいないものと思われれます。

投資家は怯えるべきだと言っているわけではありません。私どもにとって、経済の格差やボラティリティは単に、投資決定にあたってはリサーチと投資判断が重要であることを思い出させるものに過ぎません。成長サイクルが成熟するに伴い、リサーチと分析に基づいた資産クラスや国、セクター、個別銘柄のアクティブな選択はより一層重要になるでしょう。

金融及び財政刺激策が徐々に巻き戻され、金利が上昇し、貿易問題は緊迫し、投資家と市場がより選別的になる今、個別銘柄のファンダメンタルズがより重要視されています。今こそ有力かつ前向きな投資機会をアクティブに割り出し、困難な市場環境と正常なボラティリティの復活に耐えうる対策を立てる時です。

私どものファンドに投資していただき、ありがとうございます。



G. DAVID MacEWEN
共同チーフ・インベストメント・オフィサー、
アメリカン・センチュリー・インベストメンツ、
兼チーフ・インベストメント・オフィサー、
グローバル・フィクスト・インカム



VICTOR ZHANG
共同チーフ・インベストメント・オフィサー、
アメリカン・センチュリー・インベストメンツ

CONTENTS

4

グローバル・マクロ
経済見通し

6

グローバル・
エクイティ

11

グローバル・
フィクスト・インカム

14

マルチアセット戦略

17

主要論点

グローバル・マクロ経済見通し

世界経済



米国の経済成長が他市場の成長を上回る

改革が米国経済を刺激

主に、税制改革と規制緩和の効果が依然として広がっていることから、米国経済は健全かつ持続可能なペースで拡大を続けると予想しています。財政刺激策が設備投資と雇用を下支えし、国内総生産(GDP)成長率を予想レンジである2%-3%の上限に維持すると私どもは予想しています。

グローバルな経済成長鈍化の恐れは遠のく

欧州と日本の経済成長が緩やかに改善しており、米国外における大幅な成長減速の懸念は低下しました。しかし、欧州と日本の成長率は引き続き米国のGDP成長率に遅れをとっており、この2地域では引き続き、中央銀行の政策が成長を促進させています。

新興国市場が先進国市場を上回る

私どもは、2018年の世界のGDP成長率をおよそ4%と予想しており、新興国市場の成長が先進国市場を上回ると考えています。過去数年間と同様、(米国以外では)大幅な財政拡大は殆どなく、緩和的な中央銀行の政策が世界経済の成長を促進すると考えられます。貿易摩擦と地政学的なリスクが引き続き向かい風になる可能性があります。

インフレ



世界のインフレはじり高

エネルギー価格がインフレを刺激

主にエネルギー価格の高騰により、最近、世界のインフレ率は3%を超え、4年来の高い水準です。しかし、変動の激しいエネルギーと食品を除けば、世界の物価上昇は落ち着いており、世界のコア・インフレ率は2%近辺にとどまっています。

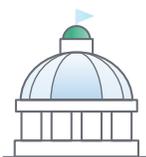
米国では経済成長がインフレを押し上げ

米国の強い経済成長や、労働市場のひっ迫、堅調な企業収益と設備投資、継続的な賃金上昇が引き続きインフレ率とコア・インフレ率を押し上げると、私どもは考えています。加えて、個人消費支出(PCE)によって計測されるコア・インフレ率は連邦準備制度理事会(FRB)が目標とする2%を上回る見通しです。

ユーロ圏の物価は5年ぶり高水準

欧州のインフレ率は着実に上昇しており、ユーロ圏では最近、5年来の高水準を記録しました。しかし、中央銀行の政策のカギとなるコア・インフレ率は引き続き目標値を下回っています。一方、日本は長引く低インフレに苦しんでおり、日本銀行は今年初めに2%のインフレ目標を先送りしました。

金融政策



政策立案者はそれぞれ異なる政策を実行

FRBは姿勢を維持

欧州や日本の中央銀行と異なり、FRBは引き続き金利引き上げとバランスシートの正常化の道を辿っています。私どもは、FRBが2018年中に更に1回の利上げを行い、フェデラル・ファンド・レートの目標レンジを年末までに2.25%-2.50%に引き上げると予想しています。また、2019年にも追加利上げがあると予想しています。

欧州の債券購入プログラム終了の見通し

欧州中央銀行(ECB)は債券購入プログラムの終了期限を9月から12月へ延長しました。政策金利は0%に維持されていますが、私どもは、ECBが2019年中ごろに金利正常化に着手すると予想しています。一方、日本の中央銀行は積極的な刺激策を継続しています。

英国では金利上昇

底固い経済成長と労働市場の改善が進むなか、英国銀行は8月にベンチマークとなる貸出金利を0.50%から0.75%へ引き上げました。しかし、政策立案者は、今後の利上げは漸進的かつ限定的、としています。

金利



金利は緩やかな上昇トレンド

米国債利回りはレンジ推移

5月に急上昇した米国債利回りは、その後は低下し狭いレンジで推移しています。しかし、貿易問題や地政学的事象がなければ、より多くの中央銀行が金利正常化を実施するに伴い、利回りは徐々に上昇すると考えられます。私どもは、米国10年国債利回りは2.95%-3.25%のレンジで推移すると予想しています。

米国以外の中央銀行は低金利を維持

世界経済の緩やかな成長や落ち着いたインフレ、緩和的な中央銀行の政策によって、欧州と日本では金利は低めに維持されています。インフレ圧力と最近の利上げのため、英国では金利はやや高めに維持されると考えられます。

金利差拡大

FRBによる利上げと米国債の発行額増加のため、米国の金利は他の先進国の金利よりも上昇傾向にあります。私どもは、米国と欧州のデュレーション・リスクを分散するため、カナダや一部の新興国市場を含め、金利が低下或いは安定している市場に投資機会を求めています。

グローバル・エクイティ



KEITH CREVELING, CFA
共同チーフ・インベストメント・
オフィサー、グローバル・グロース・
エクイティ

私どもの見解では、世界経済の回復が熟し、貿易摩擦が悪化し、金利が上昇するに伴い、経済成長率の格差は持続します。

Victor Zhang, 共同チーフ・インベストメント・オフィサー、アメリカン・センチュリー・インベストメンツ: 緩やかながらも長期間にわたる相関性が高い成長期間を経て、グローバル市場はもはや同期化されていません。Keith、これは市場にどのような影響を与えていると考えますか？

▶ **Keith Creveling, 共同チーフ・インベストメント・オフィサー、グローバル・グロース・エクイティ:** 過去数四半期において先進国間の成長率格差が拡大しており、米国が群を抜いています。経済の回復は熟したものの、前例のない法人税減税が過去2四半期にわたって米国の成長を押し上げました。同時に、欧州の成長は緩やかで、日本では現行の緩和的な政策に支えられたまばらな改善がみられます。先進国の成長率を上回る新興国では、政治情勢やマクロ経済状況が圧力になっており、これが世界の経済成長率格差を一段と拡大させています。これらは全てボラティリティを増幅させる要因です。私どもの見解では、世界経済の回復が熟し、貿易摩擦が悪化し、金利が上昇するに伴い、経済成長率の格差は持続します。これによりアクティブ運用の好機がもたらされると考えます。

米国と中国の貿易紛争を世界の株式市場は当初は冷静に受け止めていましたが、最近の報復関税の悪化を受けて投資家の間で懸念が広がっています。最も大きな影響は何でしょうか？

▶ **Creveling:** 大豆生産者の他、鉄鋼、アルミ、自動車、エレクトロニクス産業が貿易紛争の影響を受けています。交渉スタンスと実際の政策の意図を分けて考えることは依然として難しく、長引く貿易戦争の結果がどうなるかを予測するのはほぼ不可能です。私どもが今四半期の見通しを作成している時点で、米国と中国は、年後半に更に貿易交渉を協議する予定を検討しています。目先では、私どもは、関税が個別企業の業績に及ぼす影響と、企業がコストの上昇を価格に転嫁できる能力を調査しています。

貿易戦争がさらに悪化した場合のヘッジとして、私どもは、中国の内需をサポートする政策の動きを注視しています。セメント会社を含む中国の建設会社への投資がその例です。こういった企業は、銀行貸し出しの増加や財政支出増によるインフラ支出拡大から直接の恩恵を受けると考えられるからです。

Kevin、関税についてどう考えていますか？

▶ **Kevin Toney, チーフ・インベストメント・オフィサー、グローバル・バリュース・エクイティ:** 関税の影響は企業によってまちまちで、多くの場合一時的であると考えています。ある企業は痛手を被り、ある企業は恩恵を受け、またある企業は殆ど、或いは全く影響を受けないでしょう。いくつかの企業は異なる供給元を見つけることによってサプライチェーンを調整するでしょう。生産拠点を米国外へ移転する企業もあるでしょう。例えば、ハーレー・ダビッドソンは、関税を避けるために生産の一部を国外へ移転すると表明しています。米国と中国が、米国・メキシコ間の暫定新協定のような新しい貿易協定によって貿易格差を解決することが最も望ましいシナリオです。いずれにしろ私どもは関税と貿易戦争を強く意識していますが、これらが私どもの個別銘柄に対する評価を大きく変えることはありません。

Greg, 関税からくるコスト高がインフレを引き起こすことを懸念すべきでしょうか？

▶ **Greg Woodhams, 共同チーフ・インベストメント・オフィサー、グローバル・グロース・エクイティ:** ここでは歴史的な背景が重要です。米国のインフレ率は、FRBによる劇的な政策が物価を抑え、インフレ期待を根本的に変える以前の1970年代後半から1980年代初めにかけてピークをつけました。自由貿易政策の世界的な拡大が、その後数十年にわたってさらに物価を抑えました。1980年の中国の世界経済への参入や、1993年の北米自由貿易協定 (NAFTA) の批准などは画期的な出来事です。

しかし、今や、世界中の左翼、右翼の政治家が自由貿易体制を脅かしており、数十年間続いたトレンドは終わりつつあるのかもしれませんが。予想インフレ率も、極めて緩やかにではありますが、上昇しています。現在においてどの程度消費または貯蓄するか判断に影響するため、予想インフレ率は重要です。また、供給元や顧客、労働者と契約を結ぶにあたっての企業の判断にも影響します。

1970年代と1980年代に関係するもう一つの点は、最近の米国生産者物価指数が、10分野のうち9分野において前年比で上昇したことです。経済サイクルの現在の時点においてこのように幅広く生産者物価が上昇することは珍しく、1970年後半以来みられなかった事象です。

企業と株式にはどう影響するでしょうか？

- ▶ **Woodhams:** 投資の観点から述べますと、生産者物価の上昇は、それが強い景気からくるものでも関税からくるものでも、利益率を維持するためにコスト増加分を転嫁しなければならない企業にとっては重要な課題です。FRBからの助けも期待できません。直近のFOMC議事録で、FRBは、現在の経済状況が持続するのであれば、緩和的な政策は適切ではない、との認識を示しています。言い方を変えれば、経済成長のペースや低い失業率、インフレの上昇に鑑みて、現在の金利は低すぎるかもしれない、ということです。低インフレに慣れている故の価格上昇を受け入れることへの抵抗と、警戒的で緩和縮小方向にあるFRBの政策により、利益率はコスト上昇圧力の影響を受けることを意味します。

もちろん、このシナリオは全ての企業に均等に影響するものではありません。業績成長が景気サイクルの潜在的な収益力に左右されるシクリカルなグロース企業は、生産者物価インフレがそのコストの多くを占める傾向があります。これらの価格圧力を転嫁するのが難しいため、シクリカルグロース企業にとっては向かい風となるでしょう。一方、イノベーションや、景気循環とは無関係な収益力に支えられている長期グロース企業は、この場合有利です。

米国の減税の影響が依然として、経済に波紋を広げています。運用チームは、思いがけない減税分について賢明な判断をしていますか？

- ▶ **Toney:** 合併や設備投資計画に関する誤った判断は起こりがちですので、その点には特に気を付けています。企業の技術投資は堅調で、今後も持続すると予想されます。これは売り手にとってはよいことですが、全ての取引には反対側に買い手がいます。私どもは、単に現状を維持する程度の基本的な技術投資を超えた投資をしている企業を探しています。最も魅力的な企業は、競合に対して優位にたてるような戦略的投資を行っています。

例えば、膝、股関節及び肩の人工関節などの整形外科用製品を製造するZimmer Biometは、医療器具を精密に研磨するコンピューター制御のロボットや多軸グラインダーに投資してきました。また、オンマシン検査やプロセス制御を含む一部の製造工程と検査工程を自動化しています。



GREG WOODHAMS, CFA
共同チーフ・インベストメント・
オフィサー、グローバル・グロース・
エクイティ

イノベーションや、
景気循環とは無関係
な収益力に支えられて
いる長期グロース企業
は有利です。



KEVIN TONEY, CFA
チーフ・インベストメント・
オフィサー、グローバル・
バリュー・エクイティ

私どもは、単に現状を
維持する程度の基本的
な技術投資を超えた
投資をしている企業を
探しています。
最も魅力的な企業は、
競合に対して優位に
たてるような戦略的投資
を行っています。

グローバル・エクイティ

Paychexも税制改革のおかげで技術投資を増やしている米国企業のひとつです。こういった投資は、顧客によるユーザーインターフェースのカスタマイズを可能にし、人材管理システムとの密接な統合を促進することで、同社のソフトウェアをより価値のあるものにします。人材管理システムとの統合は重複エントリを最小限に抑え、モバイルアクセスを加え、従業員のセルフサービス機能を拡大します。これらのプロジェクトは以前から計画されていましたが、Paychexは、税制改革によって資金が増えたため、実施を早めました。

政治的な不確実性は世界市場に影響を及ぼすもうひとつの重要なトピックです。Keith、現在の政治問題は欧州株式にどのような影響を与えるでしょうか？

▶ **Creveling:** 欧州では、株式のパフォーマンスに影響を及ぼす可能性がある政治的状況が2つあります。ポピュリスト「五つ星運動」と中央右派「同盟」からなるイタリアの新連立政権は、投資家にとってより魅力的である改革的かつビジネス的な議題よりも、むしろ大衆的政策をとるかもしれません。新経済相が、イタリアはユーロ圏を離脱しないことと債務削減に重点を置くことを明確にしたことで、投資家はいくぶん安心したようです。しかし私どもは、欧州で最も大きな経済の一つである同国の政治展開を引き続き懸念しています。

英国は別の政治的ジレンマに直面しています。来年に予定されているユーロ離脱までに与党保守党と欧州連合(EU)が貿易協定を結ぶことができれば、その経済的な影響は深刻なものになるかもしれません。英国のユーロ離脱を巡る不確実性は、2016年6月の国民投票で決定されて以来、英国の経済見通しを曇らせています。

貿易協定や英国の離脱法案、北アイルランド(英国の一部)とアイルランド共和国(EUの一部)の国境問題、英国・欧州間の自由な出入国など、いくつかの問題が未解決です。これらの問題はどれも、離脱後の英国企業の新たな環境における競争力に悪影響を与える可能性があります。英国政府は現在これらの問題を交渉中ですが、2019年3月の期限までに双方が合意に至らなかった場合、スムーズな移行のための調整期間をもつことを提案しています。したがって、この複雑な解決策を取り巻く不確実性は、まだ続いています。

最近数ヶ月において、政治問題とマクロ経済要因が相まって新興国市場のボラティリティを高めています。トルコの混乱が他国にも波及することを懸念すべきでしょうか？

▶ **Creveling:** 全ての新興国と同じに見るべきではないと思います。私どもの見解では、トルコは極端かつ独立したケースであり、脆弱な国内政策の例です。トルコリラを下落させた経済的要因は以前から存在していましたが、最近の米国とトルコの政治的な対立が状況を悪化させました。インフレを抑えるよりも高い成長率を維持することを重視し、断固として利上げに反対したエルドアン大統領の姿勢が、8月の通貨急落に拍車をかけました。トルコの経済政策は徐々に正しい方向へ向かっている模様で、銀行向け流動性を供給していますが、政府が景気後退を食い止めるのに必要な財政政策や信用政策にコミットしているかは、依然として不透明です。

ブラジルもまた、注目されている新興国のひとつです。政策がマクロ経済環境にどのような影響を与えるかを見極めようと、大統領選の結果を待ちながら多くの投資家は市場に参加せず傍観してきました。ブラジルは経済サイクルの底にいますと考えており、回復の可能性があります。企業はレバレッジを減らし、バランスシートを強化し、キャッシュを蓄えています。しかし、公約した必要な改革を新政権がどれだけ実行できるかは、まだ分かりません。当面は、私どもは、マクロ経済の逆風にも関わらず個別の強いファンダメンタルズを有する企業に厳選して投資しています。例としては、消費見通しが弱まっているにも関わらず、電子商取引のエクスポージャー(ブラジルでは普及率は依然として低水準です)から恩恵を受けている、家具小売企業のMagazine Luiza が挙げられます。

トルコとブラジル以外の新興国も、貿易戦争や米ドル高、米国の金利上昇などの逆風に面しています。しかし、2018年と2019年に予想される米国の利上げは、あらかじめ周知されていれば、新興国のパフォーマンスを著しく阻害することはないと考えています。加えて、強い内需やインフレの落ち着き、経常収支の改善などを背景に、ほとんどの新興国は以前よりも米ドル高に耐えられる態勢にあると思われる。

Cleo、このディスカッションの初めに、市場のボラティリティが高まっていることを話しました。投資家が検討すべきオルタナティブ戦略はありますか？

▶ **Cleo Chang、ヘッド・オブ・インベストメント・ソリューションズ：** ボラティリティの上昇に伴い、株式と債券の相関性が高まっています。オルタナティブは他の戦略との相関性が低いいため、3つ目の資産としてポートフォリオに加えるのは理にかなっていると思います。さらに、オルタナティブのうち、株式マーケット・ニュートラル戦略は、市場ベータがないことから、相関性が最も低いものです。マーケット・ニュートラル戦略に対する関心が高まっており、今年前半にこのカテゴリーに多額の資金流入がありました。

投資家はダウンサイドリスクも懸念しています。最近の調査によると、56%の投資家が、株式市場は今がピークで今後はアウトパフォーマンスの機会は薄れていくと考えています¹。こう考えている投資家には株式ロング・ショート戦略が適切かもしれません。ロング部分でポートフォリオ・マネジャーは楽観的ですが慎重に、市場エクスポージャーを低くしてキャッシュを増やし、投資機会を待つことができます。ショート・ポジションは株価下落時に利益を得ることができ、市場下落時の損失を減らすことができます。

Vinod、このディスカッションの初めにKevinは、効率を高め顧客により良いサービスを提供するため企業がどのように技術に投資しているかに言及しました。こういった技術はアセット・マネジメント業界自体にも影響しています。インベストメント・マネジャーがどのようにビッグデータや人工知能(AI)を取り入れているかを少し聞かせてもらえますか？

▶ **Vinod Chandrashekar、チーフ・インベストメント・オフィサー、ディシプリンド・エクイティ：** ビッグデータと人工知能(AI)は問題解決の領域に革命を起こしました。放射線医療から電子商取引まで、機械はこれまで以上に重要な判断情報をもたらしていますので、これを金融サービスにも適用しない理由はありません。電話会議、年次報告書、投資家イベント、特許データ、サプライヤー・ネットワーク、ポジションの競合マトリックスなど全てに関わってきます。しかし、データは膨大ですが、多くはさほど価値はなく予測的でもありません。雑多なノイズのなかから意味のあるシグナルを見つけるには目標を絞ったアルゴリズムと思慮深い技術判断が必要です。

ビッグデータ主導の投資においては、(周囲のあらゆる展開に適応できる)柔軟性のあるプラットフォームを扱う専任の(ビジネス・ニーズを理解しデータに関して正しい質問ができる)技術者のチームを持つことが成功につながると思います。



CLEO CHANG
ヘッド・オブ・インベストメント・ソリューションズ

オルタナティブは他の戦略との相関性が低いいため、3つ目の資産としてポートフォリオに加えるのは理にかなっていると思います。

¹Prequin Investor Update: Alternative Assets, H2 2018.

グローバル・エクイティ



VINOD CHANDRASHEKARAN
チーフ・インベストメント・オフィサー、
ディシプリンド・エクイティ

コミュニケーション・パターンの微妙な変化は、他のいくつかの補足的な指標（例えば空売り残高やインサイダー取引）と共に、株価を予想する意味ある情報を示します。

実際にはどのように機能しますか？例えば、四半期の業績発表をみて投資判断をする場合はどうしますか？

▶ **Chandrashekaren:** 企業の経営陣が決算報告で使用する言葉、あるいは使用しない言葉が株式の潜在的な問題を示していることがあります。この言葉を大きく4つのカテゴリーに分けます。第一のカテゴリーは「不履行の罪」、または経営陣が特定の詳細や関連情報を公開しないことを含みます。第二は経営陣が誇張した表現や台本通りの言葉を使うカテゴリーです。決算報告にはもちろん企業の熱意がこもっているものですが、それには程度があります。

私どもの人工知能(AI)モデルでは、アナリストの疑問や質問に対する企業の通常とは異なる対応をネガティブに捉えます。第三は、妨害行為や、質問に直接的に答えるのを避けるために経営陣が過度に難解な言葉や詳細を使う行為に注目します。最後に、第四は非難合戦、あるいは経営陣が成功は自分の功績とし、失敗は外部要因や不可抗力のせいにする傾向です。

Starbucksがよいケーススタディです。かつては、常に前年比2桁成長を遂げる成長企業でしたが、現在のStarbucksは転換期にあります。同社のファンダメンタルズをみると企業として成熟期に入りつつあることがわかります。個人的には、オフィスから徒歩10分圏内にStarbucksが三店舗あることは助かりますが、既存店売上高を相互に取り合うプレッシャーを無視することはできません。ますます競合が激しくなるコーヒー市場のプレッシャーもあります。ファースト・フード・レストランの安いコーヒーもあります。流行に敏感な友人が推奨する地元のグルメカフェのコーヒーにも惹かれます。Starbucksは結局、四半期決算報告において前回提示したものよりも低いガイダンスを発表し、この結果株価は急落しました。

企業のファンダメンタルズが舞台裏で変化しつつあるこのような転換期は、経営陣はそれまでの成長ストーリーを維持するプレッシャーを最も感じる時です。コミュニケーション・パターンの微妙な変化は、他のいくつかの補足的な指標（例えば空売り残高やインサイダー取引）と共に、株価予想に役立つ情報を示します。Starbucksの決算報告は、株価が急落するずっと以前から、同業他社と比較してそのトーンが徐々に下がっていました。このトーンの低下は、数字を見たあとから振り返ってみれば明らかかもしれませんが、四半期報告間の変化ははるかに微妙なレベルです。

グローバル・フィクスト・インカム

Victor Zhang, 共同チーフ・インベストメント・オフィサー、アメリカン・センチュリー・インベストメンツ: 米国の金利は上昇していますが、引き続き比較的低い水準にあります。フィクスト・インカム・チームの金利見通しはどのようなものですか？

▶ **G. David MacEwen, 共同チーフ・インベストメント・オフィサー、アメリカン・センチュリー・インベストメンツ, 兼チーフ・インベストメント・オフィサー、グローバル・フィクスト・インカム:** 2015年12月にFRBが金融政策を引き締め始めて以来、米国の金利は緩やかに上昇しています。税制改革と予想を上回る強い経済指標を受けて、2018年初めに金利のボラティリティが大きく変動しました。しかしボラティリティはほぼ鎮まり、私どもは、底堅く持続可能な経済成長や、(手に負えないほどではない) 高めのインフレ、FRBによる金利正常化の継続が、金利を次第に押し上げると予想しています。重大な貿易問題や地政学的事象がなければ、米国10年国債利回りは2.95%-3.25%のレンジで推移すると予想しています。また、米国2年国債利回りは、2.45%-3.00%のレンジで推移すると予想しています。

短期金利が長期金利よりも早いペースで上昇し、米国債イールド・カーブのフラット化が続いています。これは懸念材料になるでしょうか？

▶ **MacEwen:** 一部の金融報道では、逆イールドになるのではと懸念されており、逆イールドは往々にして景気後退の指標になってきました。私どもはこの懸念を持っていません。米国ではまだ税制改革と規制緩和から数カ月しか経っておらず、私どもは、この背景が底堅く持続可能な経済成長を下支えすると考えています。一方、インフレはFRBが積極的に短期金利を引き上げて逆イールドをもたらすほどのペースでは上昇していません。FRBが引締めを継続し、米国債発行が増え、長期金利が緩やかに上昇するなか、短期的にはイールド・カーブのフラット化は続く予想されます。しかし、米国外の中央銀行が金利正常化を開始した場合は、米国長期金利はやや速めの速度で上昇するかもしれません。

フィクスト・インカム・チームは、他の先進国の中央銀行もFRBに追随して金利の正常化を始めると考えていますか？

▶ **MacEwen:** 中央銀行の政策は時間と共に徐々に収束すると見られます。欧州と英国では経済成長とインフレ指標は緩やかに改善しているため、金利が上昇することが考えられます。欧州中央銀行(ECB)は引き続き緩和的ですが、12月に債券購入プログラムを終了する予定です。これまでのところ、ECBが債券ポートフォリオを縮小する予定はありませんが、指標となるユーロ圏の貸出金利を過去2年以上0%に維持しています。

ECBが2019年中頃以前に利上げを開始することはないと私どもは考えています。英国では金利の正常化が緩やかながら始まっています。イングランド銀行は2017年後半から2度の利上げを通じて金利を0.75%とし、政策立案者は今後の利上げは漸進的かつ限定的、と断言しています。この他、日本銀行は景気刺激策を縮小する兆しは見せていません。短期金利は-0.1%のままであり、政策立案者は10年国債利回り0.20%以下を目標としています。日本の経済成長率は引き続き低迷しており、インフレ率は1%以下であるため、日本銀行は刺激策を継続すると予想されます。

先進国のみならず、一部の新興国にとっても政治的・経済的要因が問題になっています。これらの展開によってあなたのチームの新興国債券に関する見通しは変わりましたか？

▶ **MacEwen:** 世界の貿易政策を取り巻く不確実性は新興国資産にとって引き続き逆風です。しかし、最近のボラティリティの殆どはトルコの混乱に起因するもので、トルコでは一連の誤った政治的判断や金融政策によってトルコリラと金融市場が暗転しました。中央銀行はマクロ環境の悪化に直面しながら金利引き上げを拒否し、通貨の下落を引き起こしました。トルコの金融システムに欠かせない資金調達の要である西側同盟国との政治的緊迫の高まりが、



G. DAVID MacEWEN
共同チーフ・インベストメント・オフィサー、アメリカン・センチュリー・インベストメンツ、
兼チーフ・インベストメント・オフィサー、グローバル・フィクスト・インカム

重大な貿易問題や地政学的事象がなければ、米国10年国債利回りは2.95%-3.25%のレンジで推移すると予想しています。

グローバル・フィクスト・インカム

更にトルコリラを押し下げました。トルコ国内の財源は限られているため、経済成長を維持するためには米ドルやその他の外貨が必要です。このためトルコはFRBの利上げの影響を特に受けやすく、状況はさらに悪化しています。

トルコの市場規模が大きいため、ネガティブな投資家心理は他の市場に広がっています。しかし、私どもは、これらの問題はトルコが自ら招いたもので、この国に固有のものであると考えます。最近では2013年に新興国市場の大幅な下落がありましたが、これも外部からの資金需要の高い国々で起こりました。しかし当時と比較すると、今日の新興国諸国はより良い経済状態にあると考えられます。アルゼンチンや南アフリカ、インドネシアなど、外部資金に頼る他の国々には弱さがみられます。しかし、トルコと違い、これらの新興国及び他の新興国の中央銀行は、必要であれば金利を引き上げる構えをみせています。例えば、アルゼンチンが、最近のアルゼンチン・ペソの下落に応じて中央銀行が即座に金利を60%へ引き上げたことは、アルゼンチンとトルコの政策立案者の違いを浮き彫りにしています。

全体として、私どもは、最近の市場不安は、堅調なファンダメンタルズと魅力あるリスク調整後リターンをもたらす新興国債券への投資の好機であるとみなしています。一部の国ではリスクは引き続き高いレベルにありますが、ネガティブな市場心理の広がりや不当な打撃を与え、結果として、アクティブ運用マネジャーに好機をもたらしています。

インカムを求める投資家にとって難題が山積みになっているにも関わらず、引き続き利回りが求められています。Cleo、伝統的な債券以外に、インカムを生み出す機会はどこで見つかるでしょうか？

▶ **Cleo Chang、ヘッド・オブ・オルタナティブ・インベストメンツ：**金利の上昇を懸念しつつもインカムを求める投資家には、オルタナティブ投資がポートフォリオの分散に有効かもしれません。これらの戦略は、(伝統的な債券と)相関性のないリターンの好機が依然存在する、変動利付証券や資産担保証券(ABS)を含むニッチな債券市場の一角に注目したものです。

レバレッジド・ローンやローン担保証券(CLO)などの変動利付証券は現在の環境で良好なパフォーマンスをみせています。CLOは一般に同等の格付けのハイ・イールド債よりも高い利回りを得られ、バンク・ローンは引き続き金利上昇の恩恵を受けると考えられます。さらに、こういった証券は、過去のクレジット・サイクルにおいてデフォルト率と損失率が低く、強い耐性をみせています。

消費のファンダメンタルズは引き続き強いことから、ABSは魅力ある投資であると考えます。これらの証券は比較的デュレーションが短く、これは金利が上昇する環境では重要な要素です。また、ABSは、株式市場の下落時に耐性があり、通常は投資適格社債とは相関性のないパフォーマンスをもたらします。

投資家の皆様には、コア債券のエクスポージャーの補足として、また、金利上昇に対するヘッジとして、これらの、あるいはその他のオルタナティブ・インカム・ソリューションズをお薦めします。

CLOは一般に同等の格付けのハイ・イールド債よりも高い利回りを得られ、バンク・ローンは引き続き金利上昇の恩恵を受けると考えられます。

CLEO CHANG
ヘッド・オブ・インベストメント・ソリューションズ

セクター見直し

▲ ポジティブ ■ 中立 ▼ ネガティブ ● セレクティブ

米国債	▼	FRBによる利上げと米国債の発行額増加を受けて、米国短期国債の利回りは引き続き上昇することが予想されます。貿易問題や地政学的事象がなければ、健全な経済成長とインフレの上昇が米国10年国債の利回りを押し上げると考えられます。私どもは指標となる10年国債の利回りが2.95%-3.25%のレンジに落ち着くと予想しています。このような状況を背景に、私どもは米国債をアンダーウェイトし、スプレッドに投資魅力のある他のフィクスト・インカム資産に投資することを考えています。
米国物価連動国債	■	コア・インフレは引き続き徐々に上昇すると考えていますが、主に昨年のハリケーンのベース効果による影響で、今後数ヶ月間は前年比インフレ率が低下すると私どもは予想しています。米国物価連動国債はインフレ率と連動しているため、今後数ヶ月間に債券価格が上昇する可能性はさほどないと考えます。このため、私どもは最近、コア・ポートフォリオの米国物価連動債を売却して利益を確定させました。バリュエーションが改善すれば、再度投資の機会を探します。
米国証券化商品	▲	証券化商品は米国債よりも高い利回りとトータル・リターンが見込めると考えます。このセクターでは、他の固定利付エージェンシーモーゲージ証券よりも相対的に魅力が高いと考えられる、ノンエージェンシー商業用不動産担保証券(CMBS)やノンエージェンシー不動産担保証券(CMO)を含むモーゲージ関連債に注目しています。変動利付証券、固定利付証券ともにエクスポージャーを増やしています。
米国社債	▲ ●	企業のファンダメンタルズや業績は引き続き良好ですが、税制改革のポジティブな影響の殆どは債券価格に既に織込み済みと考えます。私どもは投資適格債のオーバーウェイトを減らして、証券化商品を増やしています。引き続きハイ・イールド債、特にBB格債に魅力があります。バンク・ローンのエクスポージャーも増やしています。
米国地方債	■	米国の経済指標の改善を背景に、米国の州財政、地方財政は全般に良好です。主に連邦税制改革の影響で、2017年と比較して地方債発行は減少する見通しです。一方、税率が高い州においては特に、利息が非課税である地方債の需要は引き続き高いと予想しています。高等教育セクターや交通セクター、及び病院セクターを引き続き選好しています。加えて、全般的に健全な経済成長や緩やかな金利上昇、全般に健全なクレジット・ファンダメンタルズが予想されていることを踏まえて、私どもは引き続き、低格付けの債券(BBB格の投資適格債)と利回りが高めのセクター(チャータースクール債と特別税債)にややバイアスをかけています。
欧州ソブリン債	▼	主として、欧州中央銀行の現行の刺激策のため、欧州ソブリン債利回りは引き続き低く、相対的な魅力に乏しい水準です。しかし、欧州の経済成長率は改善しており、インフレと金利は上昇すると考えています。この環境下、私どもは欧州ソブリン債をアンダーウェイトし、金利が低下あるいは安定することが予想される市場への投資を増やしています。カナダと一部の現地通貨建て新興国市場がこれに含まれます。
欧州社債	●	金融セクターと保険セクターに引き続き投資機会を見出しています。一部の産業セクターのハイブリッド債券もポジティブにみえています。
新興国債券	●	引き続き米ドル建て新興国債を減らし、米国債利回りの上昇や米ドル高から影響を受けにくい現地通貨建て新興国債を選好しています。特にトルコと南アフリカの地政学的リスクや、世界の貿易政策、それによる新興国諸国、特にメキシコとロシアへの影響を引き続き注視しています。

マルチアセット戦略



RICH WEISS
チーフ・インベストメント・
オフィサー、マルチアセット戦略

関税は一般にインフレにも世界の経済成長にもネガティブですので、関税の適用が経済効果のないインフレを招くことが考えられます。

Victor Zhang, 共同チーフ・インベストメント・オフィサー、アメリカン・センチュリー・インベストメンツ: Rich、グローバル市場に関するあなたの見解を一言で表すと「かい離」となるようですね。過去からのかい離、世界のファンダメンタルズのかい離、短期見通しと長期見通しのかい離、米国株式のセクター内とセクター間におけるかい離などです。なぜあなたが経済や市場がかい離しているのかを聞かせて下さい。

▶ **Rich Weiss, チーフ・インベストメント・オフィサー、マルチアセット戦略:** 高いレベルから始めましょう。2017年は世界の経済は同期化して上昇していました。しかし2018年は、これまでのところ、米国経済成長が加速する一方、世界のその他の経済成長率はこれよりもかなり低く、かい離しています。同様に、米ドルは2017年を通じて下落しましたが、2018年には一段高いところにあります。昨年は史上最低であったボラティリティは、今年初めに報復するかのように上昇しました。FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) 株と一部のセクターがほぼ2017年を通じて株式市場をリードし、2018年に入りました。しかし最近の数カ月間には、テクノロジーと一般消費財セクターから離れるローテーションがみられ、市場のリーダーシップが交代したようです。

こういった変化の重要な理由は、本来であればより緩やかな成長が予想されるはずの景気サイクルのステージにおいて、大幅減税と財政支出が米国経済に財政刺激を与えていることです。加えて、米国は、第2次世界大戦後の自由貿易体制に反して、主要な経済相手国との貿易摩擦を悪化させています。そうです、ここでも過去の前例からかい離しており、私どもは、これが経済と市場のより幅広いリスクと結果につながると考えます。

予想される様々な効果について説明してもらえますか？

▶ **Weiss:** 初めにポジティブな効果から話しましょう。米国の失業率は数十年来の低い水準にあり、消費者信頼感と消費支出は上昇し、企業収益は記録的水準に達し、そして企業の設備投資は増加しています。これらの資本支出の拡大は、将来の労働生産性と経済成長を表す重要な指標になっています。他の条件が同一であれば、生産性の向上は経済成長につながります。一対一の関係ではないものの、生産性の向上は賃金の上昇にもつながります。「持続可能な」設備投資増は、将来の経済にとってポジティブな展開です。このように、実現すれば米国史上最長の景気拡大をもたらす可能性が十分にあるポジティブな効果がいくつかみられます。

しかし、ダウンサイドリスクも高くなっています。債券利回りやインフレが上昇し、貿易障壁が生じています。同時に、FRBは、バランスシートの縮小と更なる利上げに明らかにコミットしています。こういった状況は、住宅市場の冷え込みと米ドル高に寄与しています。米ドル高と貿易戦争はすでに製造業セクターに打撃を与えている可能性があり、購買担当者指数(米国の製造業の業況を幅広く計測する指数)は依然として上昇しているものの、最近のデータは過去9カ月間で最も低い伸び率を示しました。

今後、リスクや不確実性に関税がどのように影響すると考えていますか？

▶ **Weiss:** 関税は一般にインフレにも世界の経済成長にもネガティブですので、関税の適用が経済効果のないインフレを招くことが考えられます。もちろん、2008年の金融危機を経て、インフレは1980年より低下しています。しかし、インフレがなくなったわけではありません。2015年以来インフレは着実に上昇しており、更なる物価上昇のリスクは現実的になっています。2018年初めに株式市場の急落を招いたのは、インフレ懸念とそれによる金利の急上昇でした。

FRBもまたジレンマに陥っています。最近のFOMC議事録では9月の追加利上げはほぼ確実であることを示唆していましたが、その後、見通しはそれほど明確ではなくなりました。なぜでしょうか？貿易摩擦の高まりとその経済へのネガティブな影響に関する不確実性のためです。

かつては米国の個人消費は世界の経済成長を支えるのに十分であったことを考えてみてください。安い国外商品の大量輸入は、米国内のインフレを抑えただけではなく、輸出国にも恩恵をもたらしました。しかし、米国と貿易相手大国との間に貿易障壁が生じており、関税は、広域な世界経済の成長にとってよくないことです。

短期見通しと長期見通しの違いを指摘するのにはしばしば苦慮しているようですね。なぜそれが重要なのかを説明してもらえますか？

- ▶ **Weiss:** もちろんです。リスクをどれだけとれるかを大きく左右するため、時間軸はフィナンシャルプランの中心です。初めに、2008年の金融危機を、退職しているか退職が近い人の視点と若い投資家の視点を比較して考えてみましょう。退職が近付いているか既に退職して株式エクスポージャーが高い年配の投資家は、何年分かの収入がポートフォリオから失われてしまったことでしょう。これは、口座から引出しを始めていて、もはや積立を行っていない投資家に壊滅的な打撃を与えます。このシナリオを、2008年時点で退職までまだ10年、20年、或いはそれ以上ある人と比較してみましょう。口座残高はもちろん減りました。しかし、彼らが計画に忠実に株式への投資を止めていなければ、積立を続け、魅力ある株価で株式を買い、歴史上最も長い上昇相場に本格的に参加したでしょう。同じ市場でも、時間軸が異なれば両者の経験と運用成果は全く異なります。

それほど劇的ではありませんが、重要さは変わらない例が新興国株式市場で見られます。このハイ・リスク・ハイ・リターン資産クラスは過去に大きな利益をもたらしていますが、それに見合うボラティリティを伴います。すぐに思いつくのは、メキシコ・ペソ危機、アジアの債務危機、過去20年間に発生した何回かのロシア・ルーブルの暴落などです。しかし、これらの危機は強い上昇の間を区切るように起こっており、新興国市場は全体として上値と下値を切り上げ、時が経つにつれ良好なパフォーマンスを示しています。時間軸が短い投資家にとってはこのようなボラティリティは望ましくありません。しかし、時間があり、それぞれの危機の後に株価チャートが上がるのを見ることができた投資家は、新興国市場株式の保有が報われているでしょう。同じ資産クラスと同じ市場でも、時間軸によって経験が全く異なります。

これらは、よく分散されたポートフォリオを保有することの良い例です。2008年、株式が急落する一方で、格付けの高い債券の価格が上昇し、投資家は、勝者(米国債)を売り、敗者(株式)を買うことによって、下落を相殺しリバランスを行うことができました。新興国市場の例でいえば、これらの株式の保有は優れた分散効果をもたらし、ポートフォリオのトータル・リターンを上げる可能性もあります。そして、投資家はよく分散されたポートフォリオでこれらの株式を保有するため、新興国株式のボラティリティにあまり晒されていないこととなります。相関性のない、ボラティリティの高い、高リターン資産もまた、一貫してその資産クラスが急上昇した後に売り、急落した後に買えば、ポートフォリオ全体のシステマティックなリバランスに役立ちます。

マルチアセット戦略

相関性のない、
ボラティリティの高い、
高リターン資産も
ポートフォリオ全体の
システムティックな
リバランスに役立ちます。

RICH WEISS
チーフ・インベストメント・
オフィサー、マルチアセット戦略

例えば6~12ヵ月と3~5年の、短期見通しと長期見通しのハイライトを聞かせてもらえますか？

▶ **Weiss:** 短期見通しに基づく、私どもの戦略的ポートフォリオでは、引き続き株式対債券及びキャッシュについて中立です。株式のバリュエーションは過去と比べると高い水準ですが、記録的な収益がバリュエーションを支えています。一方、債券利回りは1年前、或いは数四半期前と比べて魅力がありますが、株式の配当利回りも同様です。株式のなかでは、米国の大型株と小型株について中立です。米国の市場や経済のモメンタム、センチメント指標は大型株を選好していますが、強い米国の経済成長と減税は国内ビジネスが中心の小型株に不均衡に恩恵をもたらす傾向があることも私どもは認識しており、これを注意深くモニターしています。

同様に、私どもは、バリュー株に対するグロース株の長期的なオーバーウェイトを維持しています。ここでも、グロース株は業績成長があまり見られないときにパフォーマンスがよい傾向があるため、この戦略は以前ほど魅力がありません。しかし、減税が米国の業績成長を記録的な高水準に押し上げていることが、この数ヵ月間にみられる市場のリーダーシップの変化とセクターのローテーションを説明するのかもしれませんが。

長期的には、退職している或いは退職が近付いている投資家の株式への投資には慎重です。2017年の終わりにリスクが高くなった後、私どもは、口座残高が多く、退職やその他の貯蓄ゴールに近い投資家にはリスクを減らすことが理にかなっていると考えます。この変化は今年前半の市場ボラティリティが高いときには有益でした。しかし、過去と比べると、実際の市場のボラティリティは引き続き低く、私どもが測る株式の債券に対する魅力度合いは高まっています。この結果、退職に向かう時間経過に沿って中立の配分に戻しています。リスク管理は私どものアプローチの中核であり、今後も引き続き投資家の皆様のために資産配分を注意深くモニターしていきます。

主要論点

2018年10-12月CIOラウンドテーブル:ボラティリティに耐える防御策

- ▶ 先進国の経済がかい離するに伴ってボラティリティが上昇すると考えます。ボラティリティの高い状況下で市場の目がより鋭くなり、銘柄選択がより重要になります。
- ▶ 貿易問題や地政学的事象が引き続き新興国市場に向かい風になりますが、私どもは、新興国市場の成長が先進国市場を上回ると考えています。
- ▶ 米国では、税制改革と規制緩和による刺激策が設備投資と雇用を下支えし、これが企業業績に貢献し国内総生産(GDP)成長率を予想レンジである2%-3%の上限に維持すると私どもは予想しています。
- ▶ 強い経済や、労働市場のひっ迫、堅調な企業収益と設備投資、賃金上昇が米国のインフレ率をFRBが目標とする2%を超えて押し上げる可能性があります。欧州ではインフレは上昇していますが目標を下回っており、日本では低インフレが長引いています。
- ▶ より多くの中央銀行が金利正常化を実施するに伴い、利回りは徐々に上昇すると考えられ、私どもは、米国10年国債利回りは、2.95%-3.25%のレンジで推移すると予想しています。
- ▶ 一部の農業市場の他、鉄鋼、アルミ、自動車、エレクトロニクス産業が貿易摩擦の影響を受けています。数十年続く自由貿易体制が脅かされており、関税が予想インフレ率を押し上げる可能性があります。
- ▶ コストの上昇は、それを顧客に転嫁することができないシクリカルなグロース企業にとって問題になると考えられます。私どもは、イノベーションや、景気循環とは無関係な収益力に支えられている長期グロース企業を選好しています。
- ▶ 2019年3月の期限が迫るなか、英国のEU離脱(ブレグジット)の重要な問題が未解決です。不確実性が英国経済の見通しを曇らせ、離脱後の英国企業の新たな環境における競争力に悪影響を与えています。
- ▶ 減税が企業の技術投資を促進しています。私どもは、単に現状を維持する程度の基本的な技術投資を超えて減税分を再投資している企業を探しています。
- ▶ アセット・マネジャーがビッグデータと人工知能を投資判断にも適用するようになり、多くの企業の競争力を高めているテクノロジーが、ポートフォリオ運用の領域でも活用され始めています。

用語集

オルタナティブ投資

非伝統的な投資を行うオルタナティブ投資は、伝統的な投資よりも複雑なトレーディング戦略をしばしば採用します。オルタナティブ資産・投資戦略には独自のリスクがあるため、平均以上のリスク許容度を持つ投資家により適しています。

資産担保証券 (ABS)

自動車ローン、ホームエクイティローン、学生ローン、中小企業向けローン、クレジットカードローンなどの資産を担保にして証券化された証券です。(証券化商品を参照)

BBB格

AAA格～BBB格の債券と発行体は、投資適格とみなされます。BBB格以下の債券と発行体は非投資適格/投機的とみなされます。(信用格付けを参照)

バンクローン

投資適格未満の企業に対して、金融機関が取引する融資です。

中央銀行

国の政策と金利を含む金融システムを監督する機関です。

ローン担保証券 (CLO)

一般的に、企業向けのローンを担保にして証券化された証券です。(証券化商品を参照)

コモディティ

取引所や市場で売買される原材料や農産物です。トウモロコシなどの穀物、コーヒー豆などの食品、銅などの金属があります。

相関係数

2つの資産間の相関関係を測るもので、相関係数が高いものは、一定の経済事象や市場イベントに対して同じ方向に動く傾向があります。

信用格付け

信用格付けは、発行体の特定の債務や債券自体などを、格付け会社が分析してランク付けした尺度です。

債務証券

債務証券には、債券、譲渡性定期預金、優先株式を含みます。

デフレーション

インフレーションの反対で、物、資産、サービスの価格が下落する現象です。エコノミストと政策当局者は、非常に望ましくない経済成果と考えています。(インフレーションを参照)

デュレーション

金利の変動に対する債券価格の感度(尺度)です。デュレーションが長いほど、金利が変動した際の債券価格の変化幅が大きくなります。

ユーロ圏

ユーロ圏は、ユーロ地域とも呼ばれ、欧州経済通貨同盟(EMU)と欧州連合(EU)に加盟するヨーロッパの加盟国を示しています。ユーロ圏は、現在、オーストリア、ベルギー、キプロス、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、マルタ、オランダ、ポルトガル、スロバキア、スロベニア、スペインです。

連邦準備制度理事会 (FRB)

米国の金融システムや経済に影響を与える金融政策を策定・実施する米国の中央銀行です。

変動金利ローン担保証券 (CLOs)

企業向けローンを担保にして発行される債券です。ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)などの指標金利に連動した変動金利が支払われます。(証券化商品を参照)

ファンダメンタルズ

投資分析において、経済指標(経済成長率、金利、インフレーション、雇用統計)や、金融指標(所得、支出、資産、信用度)における価値を判断する要素です。市場価格(ファンダメンタルズは価格に織り込まれている)やトレンド、数量要因(需要と供給)、モメンタムに基づくテクニカルとは対照的です。

先物取引

ある特定のコモディティや金融商品を対象として、あらかじめ決められた将来の期日に、特定の価格で特定の数量を売買することを定めた契約です。一般的には、ポートフォリオマネジメントにおいては、リスクヘッジ/リスク管理のツールとして活用されます。

グレート・リセッション(リーマン・ショック)

2000年代後半に株価が急落し、1929年10月の米国株式市場の大暴落によって引き起こされた世界大恐慌以来の景気後退に陥りました。

GDP(国内総生産)

国内の経済生産(財とサービス)の総額です。

ヘッジ

価格変動リスクを回避するために、反対の値動きをする他の投資を組み合わせる手法です。ヘッジは、しばしば、先物取引等の関連取引を通じてリスクを相殺するポジションを取ることを言います。

ハイ・イールド債

ハイ・イールド債は信用度が低く、格付けが低い固定利付債です。ハイ・イールド債は、S&PではBBB-未満に格付けされています。

インフレーション

インフレーションは、消費財やサービスの価格が上昇することで、貨幣価値が下落することです。価格変動が大きい食品やエネルギーを除いたインフレーションをコアインフレーションと言います。デフレーションの反対です。(デフレーションを参照)

投資適格債

デフォルトのリスクが比較的低い債券で、企業が発行し、投資家に販売されます。

住宅ローン担保証券(MBS)

住宅ローンを担保にして発行される証券です。(証券化商品を参照)

地方債

償還期間が10年以上で、地方公共団体が発行する長期債です。

地方財源債

米国の州または地方公共団体によって発行される債券で、様々な公共財源、特定のプロジェクト、公共施設のための財源を確保するために発行されます。

ノンエージェンシー商業用不動産担保証券(CMBS)

商業用不動産担保証券は、商業用不動産ローンを担保にして発行される債券です。商業用不動産ローンは、オフィスビル、ショッピングセンター、工業団地、倉庫、ホテル、複合住宅(アパートメント)など、商業用の不動産の建設資金やインカムを生み出す設備の改良に使われます。一般的には、金融機関が発行します。ノンエージェンシーCMBSは、米国政府や米国政府系機関による保証はついていません。

個人消費支出(PCE)

個人消費支出(PCE)デフレーターは、米商務省経済分析局が米国のGDPに関して、四半期ごとに公表する経済指標で、企業動向に基づき、購入者にかかわらず最終製品の価格変動を把握するのが目的です。その広範囲なカバレッジとPCE物価指数の計算手法と一定の違いがあるため、FRBはPCEデフレーターをインフレ指標として重視し、長期にわたる一貫性のあるインフレ指標とらえています。

優先株式

負債(固定配当)と資本(キャピタルゲインの可能性)の両方の特徴を持つ金融証券です。

S&P500株価指数

S&P 500株価指数は、その多くがニューヨーク証券取引所に上場されている500社の普通株式で構成される株価指数です。購入可能な投資商品ではありません。

証券化商品

集約された同種の債務のプールを担保にして、発行される証券です。

ソブリン債

政府が発行する外貨建ての債券で、国債が含まれます。

スプレッド、クレジット・スプレッド

2つの金利や利回りの差を指します。スプレッドは、通常、同一の信用度で満期が異なる債券(マチュリティ・スプレッド)、または満期が同じで信用度が異なる債券(クレジット・スプレッド)の間で測定されます。

スプレッド・セクター

債券市場で、満期が同じ米国債よりも、高い利回りで取引される米国債以外の債券です。米国債と米国債以外の債券の利回りの差をスプレッドと言います。米国債以外の債券はスプレッド・セクターと呼ばれます。(スプレッドを参照)

米国債

米国政府が発行する償還期間が1年から10年の固定利付債です。

米国債利回り

米国政府が発行する米国債の利回りです。(利回りを参照)

利回り

債券、その他固定利付証券の収益率です。

イールド・カーブ

ある時点における、満期の異なる債券の利回りを示す折れ線グラフです。

資産管理が影響を与える

アメリカン・センチュリー・インベストメンツは、人々の健康改善や命を救う研究を支援しながら、顧客との長期間の関係構築と投資成果の提供にフォーカスする資産運用会社です。我々は“豊かな未来のために”お客様と共にあります。

日々人々は、自分自身、家族、組織、世界全体に対して世界をよりよい場所にするために、投資を行います。それによって、より有意義でよい生活を送り、お金より価値あるものを得ることができます。

我々と一緒に投資した時、あなたは人々の将来に投資し、何百万人もの人生に影響を与えることが出来ます。これはアメリカン・センチュリーが当社の40%以上の株式を保有するストワーズ医学研究所と深い関係があるからです。

当社の配当金はガンのような生命を脅かす疾病の原因、治療および予防を解明する研究所を財政面でサポートしております。我々と共に力になりましょう。

特定の有価証券への言及は、説明目的のみのためであり、有価証券の購入または売却を推奨するものではありません。提示された意見および予想は当社の判断を含み、他のポートフォリオ・データとともに、予告なしに変更されることがあります。

ここに表明される意見は、アメリカン・センチュリー・インベストメンツの意見であり、アメリカン・センチュリー・インベストメンツのファンドの将来のパフォーマンスを保証するものではありません。この情報は参考情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

証券投資のリターンと元本は変動します。売却時の時価は投資コストを下回ることがあります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

当資料は、参考情報の提供を目的としてアメリカン・センチュリー・インベストメンツの情報を基に、野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般や特定銘柄の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

当該レポートは、アメリカン・センチュリー・インベストメンツが作成し、それを日本語に翻訳したものです。英語と日本語が同じ意味になるように最善を尽くしておりますが、英語版レポートと日本語版レポートの内容に不一致があった場合は、英語版レポートが優先します。

Please note that these reports were originally created in English and then were translated into Japanese. Although every effort has been made to ensure that the text of the reports is the same in both languages, if any discrepancy is found, the English language version controls.

American Century Investments®

4500 Main Street
Kansas City, MO 64111-7709

330 Madison Avenue
9th Floor
New York, NY 10017

1665 Charleston Road
Mountain View, CA 94043

2121 Rosecrans Avenue
Suite 4345
El Segundo, CA 90245

Suite 3201 Champion Tower
3 Garden Road, Central
Hong Kong

12 Henrietta Street, 4th Floor
Suite 4345
London, WC2E 8LH

167 Macquarie Street
Sydney, NSW 2000



americancentury.com

【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

■投資信託に係る費用について

2018年10月現在

ご購入時手数料 《上限4.32%(税込み)》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時(および償還時)に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用(信託報酬) 《上限2.1816%(税込み)》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入る有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号：野村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373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/
一般社団法人第二種金融商品取引業協会