

Q1  
2019



# INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック  
1-3月  
(2019年1月2日時点)

# Q1 | 2019

## 主要な論点

- ▶ 2018年のボラティリティを高めた貿易問題や金利上昇、経済成長に関する懸念が続いており、2019年も不安定な相場が続くと考えています。
- ▶ イールドカーブがフラット化しているのは景気後退が近づいているからではなく、FRBによる利上げのためであると考えています。FRBが金利正常化を達成すれば、イールドカーブの形状も正常に戻ると考えています。
- ▶ 経済成長と業績成長の減速が長期グロース企業に有利に働く一方、時々やってくるボラティリティの上昇が、無差別な売りによって、割安になっているクオリティの高い企業を買う機会をもたらすと予想しています。
- ▶ 収益の多くが内需からきている中小企業を含め、米中の貿易摩擦と関わりが少ない企業の株式は魅力的な投資機会になるかもしれません。
- ▶ 2018年は難しい年でしたが、新興国市場のファンダメンタルズは引き続き堅調で、よく分散されたポートフォリオからの投資が引き続き期待できると考えています。
- ▶ 貿易摩擦や地政学的な対立が悪化しなければ、米国10年債利回りは健全な経済成長によって押し上げられ、いずれは2.75%–3.25%のレンジで落ち着くと私どもは予想しています。
- ▶ 最近のボラティリティ上昇を受けて、新興国国債と新興国社債は全般に、特に米国社債との比較では、フェアバリューであると私どもは考えます。しかし、新興国のそれぞれの国のリスクが高まっているため、依然として厳選した投資が重要です。
- ▶ 目下の環境では、資産担保証券(ABS)やローン担保証券(CLO)などのオルタナティブ・フィクストインカムセクターにおける相関性の低いリターンを源泉を検討することをお勧めします。

## CONTENTS

4

グローバル  
マクロ経済の  
見通し

6

米国株式

8

米国外の  
先進国株式

9

新興国株式

10

グローバル債券

11

オルタナティブ

12

マルチ・  
アセット戦略

# 2019年1-3月期 はじめに

世界の市場は不安を抱えながら新年を迎えました。投資家が経済成長や利益成長、金利上昇、貿易問題に関して不安を覚えたため、2018年後半はボラティリティが上昇しました。引き続きこれらの要因が影響しており、2019年も不安定な相場が続くと考えています。

世界経済の主要分野の成長は緩やかに始めています。関税の影響を考慮し、アナリストは、2019年の世界経済の成長見通しを、横這いか若干減速と下方修正しています。また、米国や欧州、その他の先進国においても経済成長の減速を予想しています。

減税効果が薄れるに伴い、第3四半期には25%を超えた米国の業績成長は、2019年前半には1桁の伸びに低下すると予想しています。未解決の英国のEU離脱問題や貿易問題などが企業センチメントを曇らせていますが、米国外における景気減速はさほど顕著ではないと私どもは考えています。先行きの不透明感が経営陣に重くのしかかり、設備投資計画を遅らせています。一方、新興国市場は2019年に改善するとアナリストは予想しています。

中国製品に対する著しく高い追加関税を遅らせるといった明らかにポジティブなニュースであっても、世界の株式市場を大幅に変動させました。加えて、英首相はEU離脱に関するEUとの合意案に対する支持を得られず、離脱交渉は難航しています。米中の90日間の猶予合意は3月1日に失効し、英国のEU離脱は3月29日に予定されているため、今からそのときまでに何も変わらなければ、2019年3月は非常に注目すべき月になると予想しています。

過去3年間にわたってほぼ予想されたとおりの短期金利正常化を行ってきたFRBですが、将来の動向の見通しはやや不透明です。経済成長を刺激も抑制もしない「中立」な金利に近づいています。しかし、FRBが「中立」をどう定義するのか、また、どのくらいの期間でそこにたどり着こうとしているのか、疑問はまだ残っています。

FRBが金利の正常化を達成した後は、米国債のイールドカーブの形状は正常に戻ると予想しています。2018年はイールドカーブは比較的フラットで、米国短期国債と長期国債の利回り差は僅かでした。これは主にFRBの利上げによるものであり、一部で懸念されているように景気後退が近づいているためではないと私どもは考えています。

私どもの運用チームは、戦略的にポートフォリオを変えることによって投資家の皆様の投資目標達成のお手伝いをいたします。例えば、

- ・経済サイクルやクレジットサイクル、強気相場が成熟するに伴い、パフォーマンス上位銘柄とパフォーマンス下位銘柄の差が拡大するため、優れた銘柄選択が実を結ぶでしょう。
- ・市場の変動は、無差別な売りによって、割安になっているクオリティの高い株式や債券を買う機会をもたらす可能性があります。
- ・困難な年ではありましたが、新興国市場のファンダメンタルズは引き続き堅調で、米ドル安はポジティブ要因になると考えられます。

先に述べましたように、2018年後半にみられた変動性の高い状況は今後も続くと予想しています。不安定な相場は長期間続いた比較的静かな相場の後には不愉快に感じられますが、これは正常なことであり、市場に変動はつきものです。短期的な出来事に一喜一憂するのではなく、長期的な投資計画のゴールとリスク許容度に沿って対処することをお勧めします。

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。



VICTOR ZHANG  
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



# グローバル マクロ経済の見通し

## グローバル経済



ほぼ全ての市場で  
成長が緩やかに

### 米国経済は引き続き堅調

米国経済の成長は減速している模様ですが、他の市場と比較して引き続き堅調です。良好な企業業績と、財政刺激策による効果によって、2019年も経済は健全なペースで成長すると予想しています。しかし、長引く貿易摩擦は引き続きリスク要因です。

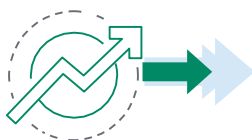
### 不確実性が欧州の経済成長の重荷に

米国の貿易、関税問題や、英国のEU離脱協定案に関わる不確実性が欧州の経済成長の重荷となっています。どちらか一方にでもポジティブな展開があれば、企業の景況感と欧州地域の成長見通しを押し上げることになると考えています。一方、英国の経済成長は、労働市場のひっ迫とともに緩やかに改善しています。

### 新興国市場は減速

世界の経済成長の減速や米中の貿易摩擦の悪化、原油価格の下落を受けて、新興国市場の経済成長は全般に減速しています。見通しとしては、中国の財政刺激策が多くの新興国市場の成長見通しを押し上げる可能性があります。一方、主要国で新しいリーダーが台頭するに伴い、政治的リスクは引き続き高いと予想しています。

## インフレーション



世界のインフレは安定

### 米国のインフレは引き続き安定

米国のコア・インフレ率はFRBが目標とする2%近くに留まると予想しています。一方、インフレ率は引き続きやや高めですが、次第に緩やかになり、やがてコア・インフレ率と同程度の水準になると私どもは考えています。最近の原油価格の急落がインフレ率を下げるかと考えています。これまでのところ、関税は米国のインフレにはほとんど影響していません。

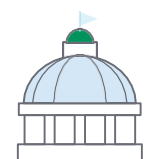
### 欧州ではインフレ低下

欧州圏のインフレ率は最近、ほぼ6年ぶりの高水準である2.2%をつけましたが、今後は低下すると私どもは予想しています。コア・インフレ率は引き続き落ち着いており、中央銀行の目標である2%を大きく下回っています。英国では、インフレ率とコア・インフレ率は共に低下しており、中央銀行の目標値近辺にとどまると考えています。

### 日本の緩やかなインフレ上昇を注視

消費税増税がインフレ率を年率2%に向けて押し上げる2019年後半までは、日本のインフレ率は落ち着いていると私どもは予想しています。一方、賃金上昇と円安を背景に、コア・インフレ率は1%程度になると予想しています。

## 金融政策



### 政策の格差が持続

#### FRBは正常化継続

欧州や日本とは異なり、FRBは引締めを続けています。しかし、短期貸出金利が「中立」水準に近付くにつれて、2019年のFRBの政策は難しく不透明になっていくと考えられます。経済成長を刺激せず減速もさせない「中立」水準とは、従来は2.75%から3.00%とされてきました。

#### 欧州と日本では金利は変わらず

債券購入プログラムを12月に終了した後、2019年後半までは欧州中央銀行（ECB）が利上げを行う可能性は低いと考えています。日本の中央銀行は、量的緩和策を維持しながら緩やかに徐々に債券購入を減らしていくと予想しています。

#### 英国の利上げは保留

英国銀行はベンチマークとなる貸出金利を2019年5月まで0.75%に維持すると考えています。EU離脱が混乱なく行われ、経済成長が引き続き改善すれば、追加利上げがあると私どもは予想しています。

## 金利政策



### 金利はじり高

#### 米国債利回りは上昇

10月に急上昇した米国債利回りは、株式市場が大きく変動するなか、現在は落ち着いています。しかし、堅調な経済成長と安定したコア・インフレ率を背景に、利回りは緩やかながらも再び上昇に向かうと私どもは予想しています。2019年初めにかけて、米国10年国債の利回りは2.75%から3.25%のレンジで推移すると私どもは予想しています。

#### 欧州では金利が上昇

ECBが緩やかに刺激策を終了する中で、ユーロ圏の金利は徐々に上昇すると予想しています。正常化政策が既にとられている英国では金利はやや高めにとどまると考えています。日本では、日本銀行による積極的な刺激策により、金利は極めて低く維持されています。

#### 一部の新興国の金利に投資魅力

良好な経済成長やFRBによる利上げ、米国債発行が活発であるため、米国の金利は他の先進国の金利よりも高くとどまる傾向があります。米国と欧州のデレレーション・リスクを分散させるため、私どもは引き続き、一部の新興国市場を含め、金利が低下或いは安定すると予想される市場に投資機会を求めています。

# 米国株式



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



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



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

## ▶ 業績予想は高すぎるかもしれませんが、依然として投資機会はあります。

2019年の米国株式市場について、私どもは楽観的な見通しをもっていますが、世界の経済成長の鈍化やコスト上昇の可能性を考えると、一部の企業の業績予想は高すぎるかもしれません。景気サイクルの終わりに近づいているのではないかと、懸念があります。低金利、低インフレ、企業収益率の上昇は、2008年の金融危機後の株式市場のリターンが高くなる重要な要素でした。しかし、適温経済のシナリオが逆転する可能性を考慮すると、株式のリスクがやや高くなっていると私どもは考えます。

この環境は投資機会をもたらすと考えています。第一に、経済や業績成長が予想通りに減速した場合、イノベーションや、景気サイクルの影響を受けにくいクオリティの高い企業が有利になります。第二に、市場のボラティリティはより正常なレベルに向かっており、これは、無差別な売りを被ったクオリティの高い企業への投資を始める、あるいは投資を増やす機会を生み出しています。

*経済成長と業績成長が鈍化した場合の、より変動の大きい市場環境に備えましょう。こういった状況は、景気サイクルの影響を受けにくく業績を伸ばせる企業に有利であると考えます。無差別な売りを被ったクオリティの高い企業に投資する機会に注目しましょう。*

## ▶ スタイル・ローテーションが起きていると決めるのは時期尚早

10年間にわたってバリュー株のパフォーマンスはグロース株と比較して冴えませんでした。最近バリュー株のパフォーマンスが良くなっています。この長期にわたる景気サイクルの間でも一時的にバリュー株がアウトパフォームしたことはありますので、今回が一時的なものなのか、それともスタイルローテーションが継続するのか、結論を下すには時期尚早です。最近の変化は、9月に米国以外の先進国市場と新興国市場で始まり、米国市場にも広がって2018年終盤まで続きました。私どもの調査では、グロース株の極端なアウトパフォーマンスが起こったのは、過去40年間の内、延べ2年以下でした。このような極端なアウトパフォーマンスが続いた後は顕著な反動が起こるのを見てきました。

長期にわたるグロース株の強気相場では、グロース株とバリュー株のバリュエーションが大きく離れていました。過去数か月間におけるバリュー株の堅調なパフォーマンスのためこの差がやや縮小しましたが、依然として大きな差があります。

バリュエーション以外にも、借入コストの上昇によって、より良いバランスシートを有し、業績予想がより予測可能な企業への持続的なローテーションが起こることも考えられます。金利が歴史的に低い水準であったときは、クオリティの低い企業でもクレジット市場を通じて、低いコストで資金を調達することができました。金利の正常化に伴い、借入コストの上昇が、負債に依存している企業に大きな影響を与えると私どもは予想しています。経済成長が減速する可能性と併せて、このコスト上昇がグロース株市場の一角でハードランディングを引き起こすことが考えられます。そして最終的にクオリティの高い企業への逃避が起こるかもしれません。

*長いグロース株主導の強気相場の後で、投資スタイルのエクスポージャーを見直してみよう。もし、あなたのポートフォリオに意図しないグロース株への偏重が発生していたら、中立の配分へのリバランスを考えてみよう。*

### ▶ ハイテク株トレンドは引き続きポジティブだが、貿易摩擦はリスク

自動化やクラウドコンピューティング、電子広告などが主導の情報技術の分野に、引き続き強い成長機会があると考えています。私どものボトムアップのファンダメンタル分析によると、技術投資の増加が半導体や通信機器企業に恩恵をもたらしています。インターネット株は引き続き高い成長率となっており、オンラインセキュリティも高成長分野です。私どものグロース株ポートフォリオは引き続き、企業規模と強固な財務基盤に支えられ、技術の導入が数年にわたって続いている大型ハイテク株に大きなエクスポージャーがあります。

貿易摩擦は引き続きハイテクセクターにとってリスクです。例えば、半導体セクターは効率的に運営するために、世界貿易に多くを依存しています。スマートフォンとデータセンター・ハードウェアのイノベーションは往々にして米国で始まり、部品は台湾で製造され、次に中国で組み立てられます。世界の自由貿易体制が脅かされると、サプライチェーン全体がリスクにさらされます。

以下の5つの主要なテクノロジー・トレンドについて、考えてみてください。

- ・ 電子決済
- ・ クラウドコンピューティング
- ・ 5Gネットワーク
- ・ 人工知能(AI)
- ・ 自動運転自動車

### ▶ 技術的にも、人口統計的にも、市場のトレンドでも、ヘルスケア株への投資機会を示しています。

癌やその他の遺伝子ベースの疾患の新しい治療法につながるイノベーションの黄金時代に差し掛かっていると、私どもは考えています。強力な診断とデータ分析は、より効率的な研究や診断と、より良い成果をもたらす可能性があります。高度な医療機器も、患者にとってよりよい治療の選択肢を生み出します。このため、私どもは、ヘルスケア企業は、今後数年間にわたって強かつ持続可能な成長を支える、いくつかの長期的なトレンドの最先端にあると考えています。

高齢化が進み、平均寿命が延びるにつれて人口動態のトレンドが変化することで、新たな治療法と需要が交差します。例えば米国では、65歳以上の人口が増加しているだけでなく、この年齢層の医療費は19-64歳の年齢層の3倍になっています。このため、長期的な人口動態の変化が、革新的なヘルスケア・プロダクトとサービスに対する持続的な需要を示唆しています。この世界的な現象は、新しい治療法と技術に対する強い需要をもたらす永続的な力となっています。

ヘルスケアは、成長の初期段階であること、イノベーション、そしてリーズナブルなバリュエーションが揃った、稀なセクターです。

---

私どものグロース株ポートフォリオは引き続き、技術の導入が数年にわたって続いている、大型ハイテク株に大きなエクスポージャーがあります。

---

\*Source: Lassman and Hartman, et al., U.S. Health Spending Trends by Age and Gender: Selected Years 2002-10, Health Affairs May 2014.

# 米国外の先進国株式



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

長引く貿易戦争の悪影響を受けにくい企業を求めて、コストの上昇を価格に転嫁することができる企業の能力を評価してまいりました。

## ▶ 米国以外の先進国株式の業績予想は引き続きポジティブ

貿易政策と、英国のEU離脱交渉に関する不確実性が企業センチメントにのしかかっていますが、米国を除く先進国の2019年の業績予想は引き続きポジティブです。

私どもの調査では、最近の米国以外の株式市場のアンダーパフォーマンスは、2018年の世界の経済成長率と堅調な米国の経済成長率がかい離していることが一因になっています。2019年にかけて殆どの地域で成長が減速しているなかでも、税制改革の効果の大部分が既に実現してしまった米国の成長減速が最も顕著です。2019年に向けて、米国と米国以外の業績成長の格差が縮まるに伴い、米国以外の先進国市場への投資機会が生まれます。

アクティブな運用アプローチが重要になると考えています。金融政策が正常になり金利が上昇するに伴い、株価リターンの上振りが弱まると考えられます。加えて、インフレ圧力が高まる環境では、業績成長は同じ方向に進みにくくなっていきます。従って、企業のファンダメンタルズに基づいて株価リターンが異なると私どもは考えています。株価リターンと業績の相関性が正常になり、株式市場における個々の銘柄の株価リターンの相関性は低くなっています。

*貿易問題や、既存或いは将来の関税懸念からあまり影響を受けない企業への投資を検討してみてください。米国の業績と景気回復サイクルは成熟していますので、米国以外の株式市場でより強い業績成長が見つかるかもしれません。*

## ▶ 欧州と日本が貿易問題の標的 - EU離脱の不透明性が英国にのしかかる

世界貿易が停滞すると、中国への主要な輸出国である欧州と日本が主に影響を受けますが、代りに別の国が恩恵を受けるかもしれません。例えば、12月のG20サミットに先立って中国は、米国産の大豆に代わるブラジル産の大豆の輸入や、米国製の航空機に代わる欧州のAirbus製の航空機の輸入を検討していました。

現在の問題に対する解決策が見つかるまで、私どもは、長引く貿易戦争の悪影響を受けにくい企業を求めて、コストの上昇を価格に転嫁することができる企業の能力を評価してまいりました。これは特に産業セクター株に深く関係しており、私どもは、原材料費の上昇が大きな負担になることが当初から予想できた銘柄を売却しました。

グローバルには、小型株は比較的安全な分野かもしれません。小型株は収益の多くを内需から得ていることが多く、そのシンプルなサプライチェーンは、貿易摩擦やその他のグローバル・マクロ経済のプレッシャーにあまりさらされていません。

2018年末が近づくにあたって、英国のEU離脱に関する詳細はまだ決まっていませんでした。英国とEUの様々な当事者は、関税同盟や、北アイルランドとアイルランド共和国の間の国境問題を避ける手段について合意できていません。最終的な合意案に関する不確実性、または合意に至ることができるのかという疑問が引き続き英国企業の見通しを曇らせています。

*地域や市場へのポートフォリオのエクスポージャーを再評価してみてください。米中の貿易摩擦にあまりエクスポージャーがない株には魅力的な投資機会があるかもしれません。小型株は収益の多くを内需から得ているため、大型株よりも長引く貿易戦争をうまく避けられるかもしれません。*

## ▶ 生活必需品セクターは新興国市場の需要から恩恵を受ける

中流階級の急増と嗜好品に対する消費の長期的なトレンドにより、新興国市場における生活必需品の需要が増えています。中国で嗜好品を販売する小売企業や、ブラジルで家電を販売する企業、よりクオリティの高いブランドを扱うグローバルな生活必需品企業など、先進国と新興国をベースとしている企業に投資機会があります。

*クオリティの高い商品やサービスに対する新興国の消費者需要など、長期トレンドを活用できる立場にある企業を検討してみてください。*



# 新興国株式

## ▶ 新興国市場のファンダメンタルズは引き続き堅調

昨年は厳しい一年でしたが、新興国市場のファンダメンタルズは底堅いと私どもは考えています。インフレは落ち着いており、改革が行われ、先進国市場と比較してバリュエーションは引き続き魅力的です。多くのセクターにおいて利益率が上昇していることを反映して、業績は2桁のペースで成長しています。トレンドを上回るグローバル経済の成長と、先進国市場よりも早いペースで成長している新興国の現地市場が、収益の拡大を支えています。さらに、経常赤字やその他のマクロ経済の不均衡が改善し、国外から多額の資金を調達する必要性が下がっています。世界の金融市場が引き締め基調にある中で、これは重要なことです。

しかし、全ての新興国が同じではありませんので、厳選して投資することが必要です。新興国市場は1国ではなく、24の異なる国から成り、それぞれの経済サイクルは異なる段階にあります。各国がそれぞれ固有の投資機会とリスクをもっています。

新興国市場には、よく分散されたポートフォリオを通じた投資が引き続き期待できると考えています。新興国市場と先進国市場の経済成長の差は依然として大きく、更に拡大しています。業績成長は堅調で、先進国市場と比較してバリュエーションがより魅力的です。

## ▶ 中国の内需をサポートする政策

先行き不透明な環境の下、中国の経済成長は減速しており、長引く貿易戦争が消費者心理にのしかかり消費が低下していることが一因になっています。中国の自動車販売は著しく落ち込み、部品メーカーや自動車技術サプライヤーの低迷につながっています。

この状況に応じて中国政府は内需をサポートする政策を継続しています。銀行貸出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、例えばセメント会社などに投資機会があると考えています。

貿易摩擦は、輸出主導の新興国市場経済に悪影響を及ぼしています。このため、私どもは、収益の多くを内需または新興国市場内の需要から得ている企業や、総売上に占める米国への輸出割合が10%未満の企業に注目しています。こういった企業が貿易問題から受けるファンダメンタルな影響は限定的であると考えています。

世界貿易を巡る不確実性は今後も続くでしょう。貿易摩擦の緊張が高まっている時期は、米国へのエクスポートが少なく、収益の多くを内需から得ている中国や新興国市場の企業に魅力があります。

## ▶ 米ドル高は新興国市場にとって逆風

本国通貨の下落によって国外市場の物の値段が上がるため、米ドル高は一般に、新興国経済や企業にとって逆風になります。経常赤字の多い国や、米ドル建て債務の支払いを行っている国にとっても米ドル高はネガティブに働きます。

収益の多くを内需や地域内の取引相手から得ている、米ドル高の影響を受けにくい企業に注目しています。また、中国やロシア、タイ、韓国など、対米経常収支が黒字である国も選好しています。

米ドル安は新興国市場にプラスに働きます。ボラティリティが高い米国株式市場と、先行き不透明な貿易問題を背景としたFRB関係者によるハト派的な発言により、長期的な米ドル高相場がピークを付けるかも知れません。

---

貿易摩擦の緊張が高まっている時期は、米国へのエクスポートが少なく、収益の多くを内需から得ている中国や新興国市場の企業に魅力があります。

---

# グローバル債券

## セクター見通し

P ポジティブ = 中立 N ネガティブ S セレクティブ

米国国債	N	米国債利回りは徐々に上昇しながらも今後数か月間はレンジ内で推移すると予想しています。貿易問題や地政学的事象が深刻にならなければ、コア・インフレ率の落ち着きと米国債発行の増加を背景に、米国10年国債の利回りは2.75%-3.25%のレンジで推移すると考えています。この見通しの下、私どもは引き続き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しています。
米国物価連動国債 (TIPS)	=	インフレ率はやや低下してコア・インフレ率に近付き、2%程度にとどまると考えています。長期予想インフレ率は引き続き過去平均の水準です。
米国証券化商品	S	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ています。このセクターの中では、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)を含む固定利付及び変動利付のモーゲージ関連債に注目しています。これらの証券は、固定利付エージェンシー・モーゲージ債よりも相対的に魅力が高いと考えています。
米国投資適格社債	N	2018年初旬から社債のエクスポージャーを減らし始めましたが、最近ではスプレッドが拡大し、この戦略が功を奏しています。クレジットサイクルの後期にみられる特徴と、バリュエーションに関する懸念のため、当初から私どもはこのセクターへの投資に慎重でした。企業のファンダメンタルズは引き続き良好ですが、市場のボラティリティとリスクが高まっていることから、社債セクターをアンダーウェイトしています。変動の激しい市場は買いの好機をもたらすこともありますが、私どものアプローチは極めて厳選的です。私どものアプローチは、健全なバランスシート、キャッシュフロー、魅力ある価格の企業を見つけることに重点を置いています。
米国ハイ・イールド債	S	ハイ・イールド債についても同様の厳選的なアプローチです。原油価格下落の他、貿易戦争の懸念、英国のEU離脱の不確実性、イタリアの財政問題などのリスク要因が強まり、格付けの低い社債のスプレッドが急速に拡大しています。レバレッジが高い企業や多額の借換を控えた企業に対しては特に、引き続きアンダーウェイトしています。一方、一部のバンクローンのエクスポージャーを増やしています。米国の金利上昇見通しを背景に、変動利付ローンを選好しています。また、ローンは、米国外に起因する市場リスクからある程度遮られています。
米国地方債	S	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。2018年との前年比で新規発行総額は安定していると考えており、また、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、及び病院セクターの他、チャータースクール債及び継続医療ケア付き退職者コミュニティ(CCRC)債を引き続き選好しています。加えて、全般的に緩やか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、CCRC債、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	N	経済成長の減速と現行の中央銀行の刺激策のため、欧州ソブリン債の利回りは引き続き異例の低い水準にあります。欧州中央銀行が12月に債券購入プログラムを終了した後は特に、利回りは徐々に正常化すると考えています。英国では、EU離脱の不確実性を背景に英国銀行が利上げを一時的に見合わせていますが、金利はやや高めに留まっています。しかし、英国の経済成長は依然として堅調で、今後、金利は上昇すると予想しています。この環境の下、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。カナダ債と一部の現地通貨建て新興国債券がこれに含まれます。
欧州クレジット	S	欧州の銀行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。自己資本比率とリスク管理の改善に関する規制のため、これらのセクターのスプレッドは引き続き魅力があります。
新興国債券	S	2018年は、ボラティリティの上昇や米ドル高、各国固有の事象のため、新興国債と新興国社債のスプレッドが拡大しました。これによって、バリュエーションが適切になったと考えています。過去平均や米国のクレジットと比較して、ハイ・イールド債は特に割安です。しかし国に固有のリスクが高まっているため、私どもは引き続き厳選的です。私どもは一般に、米ドル建ての新興国債券よりも現地通貨建て新興国債券を選好しています。現地通貨建て債は米国債利回りの上昇からそれほど影響を受けません。原油価格の上昇と世界の貿易政策が新興国市場に及ぼす影響にも引き続き注意しています。

# オルタナティブ

## ▶ 金利とボラティリティが上昇しているのに、資産担保証券(ABS)とローン担保証券(CLO)が魅力あるオルタナティブ投資になるかも知れません。

金利上昇が債券投資家にとって逆風になっています。金利上昇とボラティリティの上昇は当面続きそうですので、フィクスト・インカム市場の中の見過ごされている分野が、伝統的な債券投資に代わる魅力ある投資先かもしれません。

全てのフィクスト・インカム・セクターが金利上昇時に同じ動きをするわけではありません。主要な国債や社債は金利上昇時にアンダーパフォームする傾向がありますが、そうではない債券もあります。資産担保証券(ABS)やローン担保証券(CLO)など、価格が金利上昇の影響を受けにくく、利回りが金利とともに変動する商品がその例です。金利上昇時にはこれらの特性がアウトパフォーマンスをもたらすと考えています。

資産担保証券(ABS)は、自動車ローンや学生ローン、クレジットカード債務、航空機リースなどの資産を担保にして証券化された証券です。これらは、株式や社債と比較して、マクロ経済要因から影響を受けにくい資産です。CLOは、格付けの低いローンを担保にして証券化された証券です。クーポンは短期金利の指標である3か月LIBORに連動しています。FRBによる利上げがLIBORなどの短期金利を押し上げているため、CLOには引き続き強い需要があります。

今後の見通しとして、2019年も金利とボラティリティが上昇すると予想しています。このため、金利上昇の環境下でも相対的にポジティブな動きをするような、見過ごされがちなフィクスト・インカムのセクターを含め、リターンの源泉の相関性が低い、分散してバランスのとれたポートフォリオをもつことをお勧めします。



CLEO CHANG  
ヘッド・オブ・インベストメント・ソリューションズ

リターンの源泉の  
相関性が低い、  
分散してバランスの  
とれたポートフォリオを  
もつことをお勧めします。

### 2018年12月7日までの年初来トータルリターン

JPMレバレッジドローン指数	2.95%
JPMローン担保証券指数	2.57%
ブルームバーク・バークレーズU.S.資産担保証券指数	1.27%
ブルームバーク・バークレーズU.S.ハイ・イールド債指数	-0.08%
ブルームバーク・バークレーズU.S.社債指数	-3.18%

Source: Bloomberg.

# マルチアセット戦略



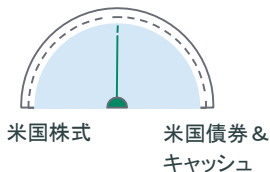
RICH WEISS  
チーフ・インベストメント・オフィサー  
マルチアセット戦略

## 業績に関する強気見通しと弱気見通し

現在の株式のボラティリティは、企業業績に対する見通しの不一致を反映しています。弱気派は以下のように考えています。1) 業績成長率は減速する。2) 米国の経済拡大局面は長期化しており、景気の先行指標となる住宅や自動車、半導体セクターはすでに折り返し地点に来ている。3) 関税と貿易摩擦が世界の経済成長をさらに鈍化させる。一方、強気派は、企業収益の急成長に伴う自社株買いと配当支払いが記録的であることや、設備投資が25年来の速いペースで増加している点を強調しています。見解の相違はすぐには解消しそうにありませんので、市場のボラティリティは当面続くと予想しています。

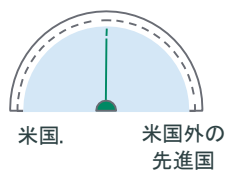
貯蓄のゴールや退職予定日がまだ先である投資家にとっては、市場の下落は株式をポートフォリオに組み入れる好機になると考えています。退職予定日やその他のゴールが近づいている投資家は、大きな損失から回復する十分な時間がないため、より保守的なポジションをとるのがよいと考えています。

## 資産クラス

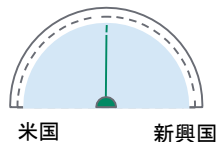


今は戦略的な資産配分からそれる時期ではないと考えています。利回りの上昇と株式市場のボラティリティの上昇は債券資産への投資に賛成しているようにみえます。しかし、堅調な業績成長と、依然として魅力のある株式の配当利回りは、3つの主要資産クラス間で中立を保つべきだと示唆しています。

## 株式(地域)



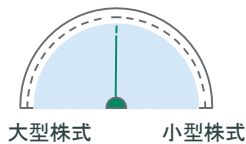
比較的堅調な成長と企業ファンダメンタルズのおかげで長期間にわたって米国株式を選好してきましたが、戦略的なターゲット・ウェイトに戻しました。これは、私どもの運用チームの米国市場に対する基本的な見解が悪化する中で、米国以外の市場の期待リターンが高まったことを反映しています。



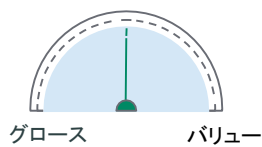
最も保守的な戦略資産配分となっているポートフォリオを除いては、新興国市場は分散投資先として引き続き魅力的ですが、まだ戦術的にオーバーウェイトする時期ではないと考えています。



## 米国株式サイズ&スタイル

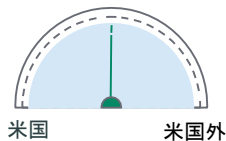


私どもの投資モデルの多くのファクターが小型株よりも大型株を 선호していますが、相対的なバリュエーションでは小型株が勝っています。どちらの見解にも一理あります。大型株はボラティリティが比較的低く、収益性を維持する手段を多く持っている一方、小型株は収益の源泉が内需中心であることが多く、グローバル経済成長の鈍化にあまり影響されません。



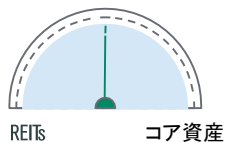
グロース株とバリュー株のサイクルの転換期だと言い切るにはためらいがあります。グロース志向の強いハイテクセクターが調整したため、バリュー株のパフォーマンスが良好だったことは事実です。しかし、グロース株は経済成長が減速するときにパフォーマンスが良くなる傾向があり、一方、バリュー株は景気循環サイクルが上向きなときにパフォーマンスがよくなります。このため、バリュー株のオーバーウェイトはお勧めできません。

## 債券



米ドルのバリュエーションがピークに近付きつつあり、私どもは新興国市場のコモディティ関連通貨を 선호しています。セクター別では、欧州の銀行と保険の劣後債に投資好機があると考えています。新興国債券のバリュエーションは改善していますが、リスクが高いため、中立を保っています。

## オルタナティブ



金利上昇と米国住宅市場の低迷は、米国の不動産投資信託にとってネガティブです。しかし、相対的な利回りはまだ十分魅力的で、分散投資のメリットも充分あるため、私どもの全てのポートフォリオにおけるグローバル不動産投資信託への戦略的資産配分は理にかなっていると考えています。

# 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信託は、伝統的な投資信託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。

## ブルームバーク・パークレーズU.S.資産担保証券指数

ブルームバーク・パークレーズU.S.資産担保証券指数は、クレジットカード、自動車ローン、ユーティリティローンを担保とした資産担保証券(ABS)市場を表す指数です。(資産担保証券を参照)

## ブルームバーク・パークレーズU.S.社債指数

ブルームバーク・パークレーズU.S.社債指数は、投資適格、固定利付、課税対象の社債市場を表す指数です。米国内外の産業、公益、金融企業によって発行された米ドル建て証券を含みます。

## ブルームバーク・パークレーズU.S.ハイ・イールド債指数

ブルームバーク・パークレーズU.S.ハイ・イールド債指数は、米ドル建てのハイ・イールド、固定利付社債市場を表す指数です。

## 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)

## モーゲージ担保証券(CMO)

モーゲージ担保証券(CMO)は、住宅ローン担保証券(MBS)から派生した証券です。(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加盟国を示しています。

## 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。

## GDP(国内総生産)

国内の経済生産(財とサービス)の総額です。

## 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。

## JPモルガン・ローン担保証券指数

JPモルガン・ローン担保証券指数は2004年以降に発行された変動利付CLOで構成される指数です。(ローン担保証券を参照)

## JPモルガン・レバレッジド・ローン指数

JPモルガン・レバレッジド・ローン指数は、投資可能な米ドル建ての、米国内外の投資家の借り手を含む、機関投資家向けレバレッジド・ローンの指数です。

## LIBOR(ライボア)

ロンドン・インターバンク・オファード・レートは、国際インターバンク市場の銀行間取引で短期資金を調達する際の金利を表す指数です。

## 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、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。その広範囲なカバーレッジと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。

## 量的緩和

金利を下げマネーサプライを増やすため、中央銀行が国債やその他の市場証券を購入する政策です。

## 不動産投資信託(REITs)

不動産投資信託は、株式のように取引され、不動産に投資する証券です。

## S&P500株価指数

S&P500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、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)

## 米国物価連動国債(TIPS)

米国物価連動国債は、長期債のファンダメンタルな問題に対処するよう考案された特別なタイプの米国債券です。殆どのフィクスト・インカム証券の固定金利と元本は、償還時にインフレ調整されません。

## 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。

# Managing Money, Making An Impact

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®



[americancentury.com](http://americancentury.com)

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



## 【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

2019年1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