

Q2
2019



INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック
2019年4-6月
(2019年4月1日時点)

主要論点

- ▶ 2019年年初に投資家センチメントは改善しましたが、貿易摩擦や英国のEU(欧州連合)離脱、経済成長と利益成長の鈍化が引き続きボラティリティの原因になると考えます。
- ▶ 米国の経済成長は鈍化していますが、他の先進国よりも堅調です。新興国市場の成長は安定しており、貿易摩擦の緩和や、中国の財政刺激策、先進国市場の成長の改善から恩恵を受けるでしょう。
- ▶ 世界の経済成長が減速し、米国の企業収益が2017年後半以降初めて前年比で減少する見通しであることから、景気循環と関係性の低いある長期的なトレンドから恩恵を受ける企業が有利です。
- ▶ 米国と中国の貿易協議が引き続き進展していることは、中国への主要な輸出国である日本や欧州諸国の明るい見通しにつながるでしょう。英国のEU離脱が解決されない間は、現行のボラティリティは続くでしょう。
- ▶ 経済指標の安定や経済改革、中国本土市場A株へのアクセス増大を背景に、中国の経済見通しは改善しています。
- ▶ 米国債利回りが上昇すると予想し、一部の証券化商品や社債、新興国債券などのほうがより投資魅力があるため、私達は米国債をアンダーウェイトしています。
- ▶ マクロ経済問題が顕在化するにつれてボラティリティが高まる可能性があるため、ダウンサイド・リスクを軽減し相関性のないパフォーマンスを出せるように組まれたオルタナティブ戦略を用いることによって、よりディフェンシブな投資を行うことができます。
- ▶ 年初に見られた株式市場の急上昇を受けて、私達は以前よりもやや慎重な株式のポジションをとっています。米国以外の先進国市場や新興国株式よりも米国株式を選好しており、また、中・小型株よりも大型株を選好しています。

はじめに

好調なスタートに甘んじないように。

昨年末から新年にかけて、市場のムードは陰鬱でした。不安定な第4四半期を経て、長引く米中間の貿易摩擦や英国のEU離脱を巡る不透明性、米国の政府閉鎖、世界的な経済成長と利益成長の鈍化予想など、不安要因が市場に重くのしかかっていました。これらのマクロ懸念が投資家心理を圧迫し、2019年に市場が上昇すると楽観視することは困難でした。

それから数ヶ月後、ムードは明るくなりました。世界の市場は上昇し、2019年の初めの2ヶ月間の米国株式の滑り出しは1991年来最も強いものとなりました。FRB(米国連邦準備制度理事会)が利上げを見送っていることや米国政府の閉鎖が終わったこと、米中の貿易交渉の進展が、先行き不透明感のある程度解消しました。

しかし、熟考すべきことは数多くあり、現在の比較的静かな環境を脅かす潜在的な要因もあります。米国と中国は引き続き貿易協定の詳細を模索しており、また、英国では、EU脱退条件の最終決定までにはまだ時間がかかりそうです。

景気後退を懸念するのは時期尚早と考えていますが、世界の経済成長が鈍化していることは明らかです。業績成長のトレンドも下向きです。とは言うものの、直近の決算発表シーズンではS&P企業が5四半期連続で2桁成長を発表し、予想が悲観的過ぎたことを示しました。しかし、ダウンサイドとしては、第1四半期の業績は低下するとアナリストは予想しています。*

これらを背景に私達の運用チームは投資機会を見つけており、今回のインベストメント・アウトルックではチームの見解をいかんまでご紹介します。

- 景気サイクルの終わりに差し掛かると、シクリカル株はあまり魅力的ではなくなります。私達の株式運用チームは、長期的に安定したトレンドから収益を得る企業の中でも、最も魅力的な投資アイデアをみつめています。例としては、5G技術の導入や、遺伝子研究に用いられる診断ツール、新興国市場の中流階級消費者向けの金融サービスなどがあります。
- 米国債利回りの上昇を予想し、一部の証券化商品や新興国債券により投資魅力があると考えています。
- 年明けに株式が急上昇した後、マルチ・アセット・ポートフォリオの株式配分により慎重なアプローチをとっています。中・小型株よりも大型株を愛好し、また、米国以外の先進国市場や新興国市場よりも米国市場を愛好しています。

投資は、忍耐と信念を要する長期的な努力です。昨年経験したボラティリティは正常なものであり、2019年もほぼ同様の展開が予想されます。従って、私達のポートフォリオ・マネジャーと同様の規律をもってこれらの難局に取り組むことをお勧めします。将来を見据え、長期的な目標に対する明確なビジョンを持って下さい。リスクを理解し、それが目標と一致していることを確認して下さい。

私達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

*出所FactSet

グローバル マクロ経済の見通し

グローバル経済



経済は成長していますが、緩やかです

米国の成長はトレンドに戻る

米国経済は前年比2.0-2.5%の水準に減速すると予想しています。やや減速しているものの、米国経済は他の先進国の経済と比較して引き続き良好です。対中貿易交渉は引き続き重要な要因であり、摩擦解消は米国の成長を押し上げると考えています。

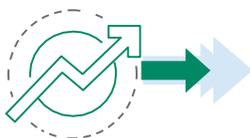
英国のEU離脱と貿易が欧州を圧迫

貿易、関税、及び英国のEU離脱に関する先行き不透明感が、欧州と英国の経済成長とビジネス信頼感を圧迫しています。しかし、逼迫した労働市場は英国のポジティブな一面です。日本では、貿易問題と今後の消費税引き上げが見通しを曇らせており、経済成長は引き続き軟調ですが、新しい財政措置によって消費者の負担が軽減される見通しです。

新興国市場の成長は安定

新興国市場の成長見通しは全般に引き続き安定していますが、世界の経済成長鈍化の影響を受けないとは限りません。ハト派的なFRBの政策は概ねポジティブですが、この他、米中の貿易摩擦の緩和や中国の財政刺激策、先進国市場の成長改善が新興国市場を下支えすると考えています。

インフレーション



エネルギー価格の低迷が世界のインフレを抑制

米国インフレ率とコア・インフレ率が収束

米国のインフレ率は最近、2017年6月来の低水準である1.6%に低下しました。エネルギー価格が前年比で低下したことが主な要因です。これらの影響が薄れるにしたがって、インフレ率は緩やかに上昇してコア・インフレ率と収束し、FRBが目標とする2.0%近辺に落ち着くと予想しています。

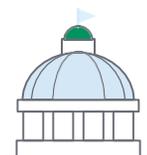
欧州の物価は安定

エネルギーの低下により、ユーロ圏の年率インフレは9か月来の低水準である1.4%となりました。私達は、インフレ率は1.5%-2.0%の範囲に収まると予想しており、また、コア・インフレ率は1.0%-1.4%と予想しています。同様に、英国の1月のインフレ率は1.8%と12か月来の低水準に低下しました。英国のインフレ率とコア・インフレ率は2.0%付近に収束すると予想しています。

日本には逆風

1月に0.2%に低下した日本のインフレは、エネルギー価格と携帯電話料金の低下から生じた逆風にさらされています。2019年後半の消費税引き上げがインフレを押し上げる一方、教育の無料化がこれを相殺すると予想されます。

金融政策



中央銀行は引き続き慎重

FRBの忍耐強いアプローチ

過去3年間における9回の利上げの後、世界の成長鈍化や貿易および政治の方向性が不透明であることの影響を測りつつ、FRBは金利を据え置いています。私達は、FRBが2019年前半は金利を据え置き、2019年後半或いは2020年前半に利上げを行う可能性があると考えています。

欧州の追加刺激策を注視

欧州の経済成長が鈍化する中、ECB（欧州中央銀行）は、次の利上げを早くとも2020年に先送りしています。加えて、ECBは9月から、銀行に対する新たな資金供給を開始する見込みです。一方、現行のEU離脱問題を踏まえ、私達は、英国の年内の利上げは予想していません。

日本は現状の政策を維持

成長の減速とインフレの鈍化を背景に、日本銀行は金利を-0.1%に据え置いています。日本銀行は引き続き10年物国債の利回り0%を目標とし、年間80兆円の資産購入計画を維持しています。

金利



金利はじり高

米国債イールドカーブは上向き

米国債利回りは、世界的な成長鈍化や地政学的な不透明性からくる下方圧力と、予想を上回る経済指標から受ける上昇圧力に直面しています。しかし、私達は、徐々にではあるものの利回りは最終的に高くなると考えています。短期的には、10年国債利回りは2.5-3.0%程度のレンジで推移すると予想しています。

欧州の金利、正常に

ECBは引き続き緩和的であり、欧州金利は過去最低水準にあります。ECBによる債券購入プログラムが最近終了したことから、金利はじり高になると予想しています。堅調な成長と政策の正常化を背景に、英国金利は引き続き高めです。日本銀行によるイールドカーブ・コントロール政策のため、日本の金利は引き続き低く抑えられる見通しです。

一部の新興市場の金利に引き続き魅力

他国と比較して良好な成長率と3年間にわたるFRBの引締め政策のため、米国の金利は他の先進国市場よりも高くなっています。米国と欧州のデフレ・リスクを分散するため、私達は引き続き、一部の新興市場を含め、金利が低下、或いは安定すると予想する市場に注目しています。

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
ディスプレインド・エクイティ

景気サイクルが成熟する中、長期グロース銘柄が有利に

2019年の初めにかけて、S&P500指数企業は5四半期連続で2桁の増益を記録しました。しかし、景気サイクルが成熟するにつれて、この高い成長率を支えてきた順風が弱まっていると考えられる根拠があります。例えば、2018年第4四半期の利益成長率は13.4%と堅調でしたが、2017年第4四半期来初めて20%を下回りました。将来の見通しとして、金融データ会社のFactSetは2019年第1四半期の業績が前年同期比で3.2%減少すると予想しており、これは2016年来初の四半期業績の前年比減少となります。

このような背景から、私達は、成長が景気サイクルに左右される企業よりも、持久力のある長期成長に支えられている企業を選好しています。シクリカル企業の業績成長は、景気サイクルに左右されます。長期的な業績成長は景気サイクルの影響を受けにくく、長期トレンドやイノベーション、企業またはセクター固有の収益力に支えられています。このため、シクリカル・グロース株は、経済環境の改善が予想される時期にアウトパフォームする傾向があります。これと対照的に、長期グロース株は一般的に、経済成長が減速し始める時期にアウトパフォームします。

- ▶ 経済成長と業績成長が減速しているため、業績が堅調な経済成長のサイクルに依存していない企業への投資を検討しましょう。

ボラティリティは引き続きリスク要因

2019年年初は株式が反発しましたが、ボラティリティは現在もリスク要因です。ロング/ショート・ポジションは、市場の下落時のダウンサイド・リスクを抑えながら株式への投資を維持したい投資家に適しています。この戦略の多くは、上昇局面では市場エクスポージャーを増やし、下降局面ではエクスポージャーを減らすことによって、市況の変化に対応する柔軟性を持っています。割安で、かつ強い成長が期待できるクオリティの高い銘柄に投資し、その逆の特性を持つ銘柄をショートする、規律あるロング/ショート戦略を選好しています。

マーケット・ニュートラル戦略はリスクを管理するもうひとつの選択肢です。これらの戦略と従来型の株式投資や債券投資との相関は、過去から現在にいたるまで、低い或いはマイナスの相関性を示してきました。この戦略のパフォーマンスと市場全体のパフォーマンスは相関性が低い傾向があるため、この戦略を加えることによって投資を分散化し、市場のボラティリティの高い時期にダウンサイド・リスクを抑えることができます。マーケット・ニュートラル戦略は、株式市場のリスクを避けながらリターンを生み出す代替手段のひとつと言えます。

今後、これらの戦略の投資機会に対して前向きな見方をしています。金利上昇を背景に、マーケット・ニュートラル戦略はキャッシュ・バランスから生じる利子の恩恵を受けられます。加えて、市場のボラティリティ増大は株式パフォーマンスのばらつきを意味し、このため、銘柄選択によって良好なリターンを得る機会が増えます。

- ▶ ダウンサイド・リスクを抑えながら株式に投資するロング/ショート戦略を検討してみてください。もうひとつのアプローチとして、株式市場や債券市場全体とは殆ど、あるいは全く相関性のないマーケット・ニュートラル戦略をお勧めします。

合併がヘルスケアのアップサイドを強調

ヘルスケア企業の合併が多くみられます。総合薬局CVSと保険会社Aetnaは2018年11月に合併しました。2019年1月には製薬大手のBristol-Myers SquibbとバイオテクノロジーのCelgeneが合併を発表し、また、Eli Lillyは癌治療薬の開発に取り組むLoxo Oncologyを買収する計画を発表しました。さらに最近では、Johnson & Johnsonが手術ロボットで知られるAuris Healthを買収しました。*

*特定の有価証券への言及は説明目的のみのものであり、有価証券の購入あるいは売却の推奨を意図したものではありません。ここで表明された見解や見通しは、私達の判断で構成されたものであり、その他のポートフォリオ・データと同様に予告なく変更されることがあります。

これらの合併は、ヘルスケア・セクター全体にわたる、長期的なトレンドの一部です。企業規模には競争上の優位性があり、買収は、将来の成長を支える新薬やツールを発見し取得する効率的な手段になり得ます。製薬会社のように価格引き下げ圧力と規制強化に直面している企業にとって、買収はコストを削減し、より強い価格決定力のある新薬の開発を推進することができます。この他の注目すべき点は、2018年第4四半期の急落の後、株価は魅力的な水準になっており、また、企業のバランスシートには買収資金となる潤沢なキャッシュがあることです。

統合は、ヘルスケアが依然として非常に魅力のあるセクターであるとの私達の長期的見解を浮彫にしています。企業が買収されることはバリュエーションに魅力があるということであり、また、堅調なファンダメンタルズをもつ革新的な企業への投資が利益を生む、もう一つの機会だと言えます。

- ▶ イノベーションや業績成長、魅力あるバリュエーション、持続的な需要が、ヘルスケア株投資の機会を生み出しています。

銀行のファンダメンタルズとバリュエーションが魅力的

米国の銀行はトランプ政権から多くのメリットを受けていますが、市場センチメントは激しく揺れ動いています。税制改革や規制緩和、経済成長の改善、預貸金利ざやの増加のため、予想されたとおり、銀行のファンダメンタルズは著しく改善しています。しかし最近になって、イールドカーブのフラット化やクレジット・スプレッドの拡大、時期尚早なりセッションの懸念などがこの改善に影を落としています。こういった懸念が2018年第4四半期にピークに達し、地方銀行はおよそ20%下落し、四半期中の下落としては金融危機以降、最悪のものでした。

2019年年初、このセクターのバリュエーションは歴史的に低い水準でした。クレジット・サイクルが急激に悪化しないとの見通しに加えて、ファンダメンタルズの改善や過去最高の資本レベルがリスクを軽減し、バリュエーションが上昇すると私達は考えています。これは、市場がまだ認識していないと私達が信じる、非常に重要なポイントです。

- ▶ 銀行にとって厳しい四半期でしたが、同時に、充分にリサーチを行いつつ逆張りでも魅力あるリスクリターンを狙う投資家に好機をもたらしました。

原油価格は回復しても投資機会は存続

2019年年初に原油価格が急上昇しました。供給面では、コモディティ価格の上昇にも関わらず主要産油国は生産を抑制しています。OPECとロシアは生産を制限しようとしており、最近のレポートでは、米国の原油生産企業も同様に生産を制限しています。需要面では、国際エネルギー機関が、経済成長の鈍化のため限界はあるとしながらも、今年の各四半期において需要が増加すると予想しています。また、FRBが利上げを一時停止していることと、米中の貿易交渉に進展がみられることも 需要のサポートになっています。

コモディティ価格の大幅な上昇がエネルギー株を押し上げていますが、エネルギー・セクターには引き続き投資機会が存在すると私達は考えます。私達のバリュー株チームは、大手総合石油会社は、一連の好業績発表を経て、ほぼ適正価値に近付いたとみています。それでも、健全なバランスシートや安定したキャッシュフロー、高配当に鑑みて、これらの株は引き続き魅力があると考えています。また、昨年10月に原油価格がピークをつけて以来、株価が大幅に調整したことから探査掘削(E&P)や石油サービスも、不安定ながらも割安だと考えます。

- ▶ 慎重に進む必要はありますが、第1四半期に急上昇したエネルギー株を全て売る必要はありません。大手総合石油会社の配当利回りや、E&P及び石油サービス会社のキャピタル・ゲインに着目した投資をお勧めします。

統合は、ヘルスケアが依然として非常に魅力のあるセクターであるとの私達の長期的見解を浮彫にしています。

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

この環境においては、より選別的に、規律を持って、世界経済の鈍化に耐えられる企業固有の成長要因に注目する必要があります。

貿易、英国のEU離脱が引き続き見通しを曇らせる

英国のEU離脱交渉や米中の貿易摩擦が中国経済に与える影響の先行き不透明感から、米国外の株式市場は引き続き米国をアンダーパフォームしています。欧州と日本（共に中国への主要な輸出国）ではセンチメントの悪化が業績の下方修正につながっていますが、米中貿易交渉とEU離脱交渉に目途が立てば、明るい見通しも出てきます。昨年12月の売られ過ぎの状態から株式市場が急速に反発したことからも明らかなように、成長鈍化の懸念を株式市場が消化した、と私達は考えます。株価は第1四半期の業績発表にポジティブに反応し、2018年終盤の投資家センチメントはネガティブ過ぎたことを示唆しています。

他国よりも早い米国の経済成長が米国株式のアウトパフォーマンスを支えています。しかし、2019年中に成長の減速に合わせて多くの地域で市場が調整しており、そのなかで米国経済の減速が顕著です。この状況は、成長率が過去平均を上回ると私達が予想している米国外の株式市場への投資機会をもたらします。さらに、成長率の差が縮小し、米国外の株式市場のバリュエーションが米国の株式市場よりも低いままであるため、米国外の株式市場の多くは魅力的であると考えます。私達のボトムアップ投資プロセスに基づき、ポジティブなファンダメンタルズにもかかわらず第4四半期に下落したため割安で取引されているクオリティの高いグロース株をみつけていきます。

- ▶ 米中の貿易交渉と英国のEU離脱交渉は引き続き深刻な不透明要因です。どのような形であれ解決されれば、少なくとも今後の計画を立てる見当がつきます。どちらか一方でも未解決であれば、現在のボラティリティはさらに長引くと予想しています。

世界的な成長鈍化で、より選別的な投資が必要

世界経済がマクロ経済と企業業績のサイクルの次の段階に入っても、グロース株投資の機会はまだあると私達は考えます。成長の鈍化が続き、収益は減速していますが、トレンドは引き続きポジティブです。この環境においては、より選別的に、規律を持って、世界経済の鈍化に耐えられる企業固有の成長要因に注目する必要があります。

長期的な成長要因から恩恵を受ける企業を引き続きポジティブにみています。これらの投資先は一般に、マクロ経済サイクルの変動に左右されません。例えば、ITセクターでは、電子広告への移行やネットショッピング、電子決済、5Gテクノロジーの導入など、長期的な、数年規模のトレンドと機会に恵まれた企業に投資しています。

また、収益の可視性が比較的高い企業を選好しています。長期契約に基づいてサービスを提供している企業や、購読予約や「アフターマーケット」の消耗品の販売から収益がある企業は魅力的です。

最後に、企業固有の成長要因をもつ企業を求めています。こういった要因とは、新商品イノベーションや、市場シェア獲得のための再編など、多岐にわたります。これらは全て、持続的な売上と収益を可能にするカタリストです。

- ▶ 業績成長が経済成長を前提としていない企業を検討してみてください。米国外の企業のなかには、成長率の格差の縮小や比較的低いバリュエーションのため、米国企業よりも魅力的な企業があるかもしれません。

新興国株式

2018年の大幅調整の後、新興国市場は回復

2019年第1四半期に新興国市場は反発しました。米中の貿易交渉が解決に向かう可能性や、米ドル高の緩和、堅調なファンダメンタルズにも関わらず2018年第4四半期の急落でバリュエーションが下がったことなどから、新興国株式の見通しは改善しました。

ブラジルの景気回復から恩恵を受ける企業に引き続き投資機会があると考えています。金融サービスや製造業が経済全体の改善から恩恵を受けています。消費者向け小売りやレンタカーも同様に消費活動の活発化とセンチメントの改善から利益を得ています。

- ▶ 新興国市場の長期見通しは引き続き堅調です。インフレは落ち着いており、バリュエーションは引き続き魅力的で、先進国との成長率の差は広がっています。

中国に注目:楽観的見通しの3つの理由

3つの展開が、中国経済についての新たな楽観的見通しにつながっています。経済指標は安定の兆しをみせており、全国人民代表大会(NPC)では経済改革を拡大する計画が再度表明され、国外投資家による中国本土A株へのアクセスが拡大しています。

経済指標の安定:中国の製造業購買担当者景気指数(PMI)は、1月に3年間で最低の48.3を記録した後、2月には49.9に上昇しました。50以下の測定値は景気減速を意味しますが、生産と新規受注が増加したことは注目に値します。中国政府は緩和的な金融政策と減税を通じた成長支援を継続しており、指数は今後、より高くなると考えられます。中国は、世界市場のなかでも一株当たり利益の増加が見られる数少ない市場の一つであり、これが中国株式にアップサイドをもたらすことが考えられます。

改革政策の実施:3月に行われた今年度のNPCでは、供給サイドの改革を通じて経済の安定を図ることが主題でした。中国政府が今後も経済成長の支援に焦点をあて、財政刺激策を拡大して推進力を高めると、私達は予想しています。国民総生産(GDP)目標は6.5%—6.0%のレンジに低下しましたが、現行の緩和政策と予定されている減税によって、2019年の成長がコンセンサスを上回る可能性もあります。

A株アクセス拡大:最近の2つの変更点により、中国本土A株が世界の投資家からより多くの注目を浴びています。3月に、市場指標のMSCIは、2019年中に3段階に分けてMSCI新興国市場指数に含まれるA株を4倍増やし指数の3.3%とする意向を発表しました。これにより、MSCI指数が中国株式市場全体をより良く反映するようになります。また、機関投資家が新しい指数の構成を反映するためにポートフォリオのリバランスを行うため、中国A株に対する需要が高まる見通しです。1月に適格外国機関投資家(QFII)の割当てが3000億ドル倍増し、外国投資家の中国A株アクセスが拡大しました。

- ▶ 米中の貿易摩擦が解決されれば、世界の経済成長が促されポジティブな影響が増大する可能性があります。経済を巡る先行き不透明感が消えれば、中国が再びグローバル経済成長の原動力になるかも知れません。

経済指標は安定の兆しをみせており、全国人民代表大会(NPC)では経済改革を拡大する計画が再度表明され、国外投資家による中国本土A株へのアクセスが拡大しています。

グローバル債券



JOHN LOVITO
共同チーフ・インベストメント・オフィサー
グローバル債券



CHARLES TAN
共同チーフ・インベストメント・オフィサー
グローバル債券

セクター見通し

▲ ポジティブ ■ 中立 ▼ ネガティブ ● セレクティブ

米国債



全般に、米国債利回りは徐々に上昇すると考えています。今後3ヵ月において、経済成長が鈍化しインフレが落ち着いている中で、米国10年国債の利回りは2.50%から3.10%のレンジで推移すると予想しています。イールドカーブのフラット化は、FRBによる金利正常化や、短期国債の発行増加、予想インフレ率の低下によるものと考えています。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がある他の債券資産に投資しています。

米国物価連動国債 (TIPS)



エネルギー関連部分の低下を受けて最近低下したインフレ率は、やがてコア・インフレ率と同等水準になり、前年比2%付近に落ち着くと予想しています。長期予想インフレ率は上昇して過去平均に近づいています。

米国証券化商品



最近のパフォーマンスが良好なため、機を捉えて利益を確定する売却を行い、証券化商品への投資を減らす見通しですが、オーバーウェイトは維持します。引き続き、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、引き続きアンダーウェイトしている固定利付エージェンシー・モーゲージ債よりも相対価値が高く、また、米国債と比較して利回りやトータルリターンがよいと考えています。

米国投資適格社債



最近のスプレッド縮小により、バリュエーションがファンダメンタルズに近付いたと考えています。このため、戦略的に利益確定の売却を行っています。短期的には世界の経済成長や貿易政策、中央銀行の政策がスプレッドに影響すると考えます。企業のファンダメンタルズは引き続き良好ですが、クレジットサイクルの後期にみられる特徴を懸念し、厳選的なアプローチをとっています。より長期的な観点からは、今後スプレッドが拡大すると予想しており、このセクターのリスクを減らす予定です。

米国ハイ・イールド債



ハイ・イールド債についても同様に慎重です。レバレッジが高い企業や多額の借換えを控えている企業に関しては特に、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、変動利付である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



米国の州財政および地方財政は全般に安定しています。2019年の新規発行は2018年と比較してやや増加すると考えていますが、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高いと予想しています。高等教育センターや交通センター、および病院セクターの債券を選好しています。加えて、経済成長の減速やレンジ内の金利推移、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、私達は引き続き、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、継続ケア高齢者居住コミュニティ/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



欧州国債の利回りは引き続き低い水準にありますが、欧州中央銀行の量的緩和政策終了に伴い、徐々に正常化すると予想しています。英国では、EU離脱の不透明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。米国債利回りとの差が過去の水準をはるかに下回るドイツと英国を中心に、欧州ソブリン債をアンダーウェイトしています。一部の新興国債券など、金利が低下あるいは安定することが予想される市場を愛好しています。

欧州社債



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。その他の欧州の投資適格社債は、特に産業セクターにおいて、バリュエーションが割高です。

新興国債券



ファンダメンタルズが改善、あるいは安定し、バリュエーションに魅力のある投資機会に注目しています。よりハト派的なFRBや米中の貿易摩擦の緩和は、最も可能性の高い短期的なサポート要因です。世界経済の予想以上の減速と、中国経済のハードランディングは最も大きなリスク要因です。新興国債および新興国社債のスプレッドは2018年末から縮小してきましたが、特に一部のハイ・イールド債発行体については、バリュエーションは全般に引き続き適正だと考えています。しかし、各国に特有のリスクが高まっているため、私達は引き続き厳選的です。対外債務の増加と新興国通貨の下落を受けて、概して、米ドル建ての新興国債券よりも現地通貨建ての新興国債券を愛好しています。ペルーやインドネシア、メキシコの他、現地一部のコモディティ輸出国の現地通貨建て債を愛好しています。米ドル高はピークに近付いていると考えており、これは現地通貨建て債への投資のサポートになります。世界の貿易政策の先行き不透明感や、世界の経済成長の鈍化、および先進国の中央銀行によるバランスシートの縮小は、引き続き私達がモニターしている市場に影響を与えています。

オルタナティブ - 債券

クレジットサイクルの成熟期でも有望な投資機会

バンクローンや資産担保証券、およびローン担保証券などの証券商品は、これまでも様々な市場環境において強い耐性を示してきました。伝統的な債券と同様に、これらの商品の価格が最近上昇していますが、私達の見解ではバリュエーションは妥当で、クレジットサイクルの成熟期においても有望な投資機会だと考えています。

デフォルト率は歴史的に低い水準にありますが、これらの投資機会にリスクが伴わないわけではありません。例えば、レバレッジの高い発行体によるローン発行が増えています。「コベナンツ・ライト」と呼ばれる、借手にとっては財務制限条項が緩和設定され、貸手にとっては保護が少ないローンも増加しています。コベナンツ・ライトは必ずしも「悪い」ローンではありませんが、投資にあたって、自分たちが何に投資しようとしているのかをよく理解し、リスクに見合うリターンを得ることができるのか、見極める必要があります。コベナンツは、投資に関するリスク・リターンの可能性を評価する際に考慮すべき要素のひとつに過ぎません。

- ▶ インカムを求める投資家には、ニッチな債券市場にエクスポージャーを持つことが魅力的かもしれません。クレジットサイクルの成熟期においては、市場環境の変化に応じて資産配分を変え投資好機を狙える、柔軟な投資戦略をお勧めします。



CLEO CHANG
ヘッド・オブ・インベストメント
ソリューションズ

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

市場は奇妙な状況にあります。2018年の終わりにかけては急落しましたが、年明けから数カ月間に28年ぶりの好調なスタートをみせました。昨年の急落の原因の一つは、グローバル経済の健全性に関する懸念でした。2ヶ月後の現在、世界経済の見通しはさらに悪くなっています。

今年の急上昇は企業業績の成長によって正当化されるのでしょうか？2018年第4四半期まで5四半期連続で2桁の増益であったことは事実です。しかし、株式市場は将来を見据えているべきで、アナリストは2019年第1四半期の業績成長は鈍化すると予想しており、続く四半期についてはかろうじてポジティブです。では、なぜ株式市場は劇的に反発したのでしょうか？

主な要因は一つ、FRBの金利政策の変化です。2018年10月、ジェローム・パウエルFRB議長は金利について「中立からはほど遠い」と発言し、これが第4四半期の株式急落を引き起こしました。しかし、1月初旬には、おそらく市場の反応を懸念して、FRBは利上げとバランスシートの縮小についてFRBは「辛抱強くなる」と発言しました。

双方向のボラティリティの最中で確実に言えることは、投資計画に忠実に、よく分散されたポートフォリオを維持するのが重要だということです。米国外の証券や景気に左右されやすい小型株よりも大型米国株を 선호するのは、このような注意深いリスク管理のためです。

資産クラス



米国株式 米国債券 & キャッシュ

ここまでの堅調な業績成長と第4四半期の債券利回りの急落は、株式の期待リターンが債券よりも魅力的であることを意味します。しかし、今後の業績成長見通しが緩やかなことと、短期的な状況は不安定なことから、株式をオーバーウェイトするにはためらいがあります。

株式(地域別)



米国 米国外の
先進国市場

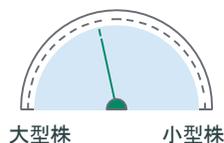
市場の激しい変動と世界の経済成長の先行き不透明感に鑑みて、米国の大型株を 선호しています。現在は期待リターンも米国外株式よりも米国株式のほうがより魅力があります。



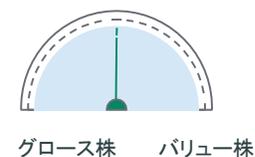
米国 新興国市場

市場のボラティリティが比較的高いことと、リスク管理の観点から、マルチ・アセット戦略のポートフォリオにおいては新興国市場株式よりも米国株式を 선호しています。2018年後半のFRBによる利上げと、米ドル高が続いていることが新興国企業や新興諸国の見通しを複雑にしています。

米国株式、サイズと投資スタイル



私達は株式資産クラスに対して慎重な姿勢をとっていることから、小型株よりも大型株を選好しています。大型株はボラティリティが比較的 low、経済成長が鈍化しても収益性を維持する手段を多くもっています。



グロース株とバリュー株の配分については、中立に近いところにいます。経済成長の鈍化が予想されていることはグロース株のオーバーウェイトをサポートしますが、市場センチメントとバリュエーションはバリュー株のサポートになります。これらを考えあわせた結果、中立です。

債券



先進国市場と新興国市場の両方において、ごく一部の例外はあるものの、世界の経済成長は緩やかで、インフレは落ち着いています。米国債券と欧州債券のショートデュレーションにおいて、資産配分は中立です。利回りの高い債券の最近の価格急上昇によりバリュエーションが数カ月前よりも魅力的でなくなったため、私達は利益を確定して売却し、オーバーウェイトをやや減らしました。

オルタナティブ



グローバル不動産投資信託 (REITs) への中立的な戦略的配分で、引き続き分散投資のメリットがあります。基本的な資産配分の範囲内で、日本以外のアジア市場よりも米国、英国、および一部の欧州の市場を選好しています。

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。BB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。

中国製造業購買担当者景気指数(PMI)

400社以上の企業を対象にした月次調査に基いて計算される、中国の製造業の活動を示す指数です。

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。

中国A株

中国本土の上海取引所と深圳取引所で取引される株式です。

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)

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。(住宅ローン担保証券を参照)

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。

社債

政府や政府機関または地方自治体によって発行されたものではなく、企業によって発行された債券です。通常、次のような特徴があります。1)課税対象です。2)政府や地方自治体の債券よりも信用(デフォルト)リスクが高いため、同様の満期のこれらの債券よりも利回りが高い傾向があります。3)主要な取引所で取引されており、価格は新聞に掲載されています。

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。

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。

LIBOR(ライボ)

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。

ロング/ショート・ポジション

価値の増加が見込まれる資産のロング・ポジションと、価値の減少が見込まれる資産のショート・ポジションを組み合わせた「市場に中立」な投資戦略です。

マーケット・ニュートラル

株式マーケット・ニュートラル戦略は、株式ロング・ポジションと株式・ショート・ポジションでそれぞれ純資産の100%まで保有することにより、株式市場のリスクを回避しようとする戦略です。同じセクター内や同じサイズ(時価総額の大きさ)などで株価のikai 離を利用します。成功すれば、この戦略は株式市場から独立したリターンを生み出します。株式マーケット・ニュートラル・ポートフォリオには、2つの主な収益源があります。米国財務省短期証券のリターン(空売りの担保金に対する利息)と、ロング・ポジションのリターンとショート・ポジションのリターンの差(スプレッド)です。市場全体の動きではなく銘柄選択が、マーケット・ニュートラル戦略のトータルリターンの源泉です(100%キャッシュ・ポジションから生じるリターンは別)。

MSCI新興国市場指数

新興国市場の株式市場のパフォーマンスを計測する、修正フリー・フロート時価加重株価指数です。

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、購入者の如何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。

適格外国機関投資家(GFII)

中国政府プログラムで、特定の認可を受けた国際投資家が上海と深センの証券取引所で取引することを許可するものです。特定の投資へのアクセスは、特定の定員が設けられています。

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、国債とも呼ばれます。

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できます。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

4500 Main Street
Kansas City, MO 64111-7709

Suite 3201 Champion Tower
3 Garden Road, Central
Hong Kong

330 Madison Avenue
9th Floor
New York, NY 10017

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

1665 Charleston Road
Mountain View, CA 94043

167 Macquarie Street
Sydney, NSW 2000

2121 Rosecrans Avenue
Suite 4345
El Segundo, CA 90245

【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4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