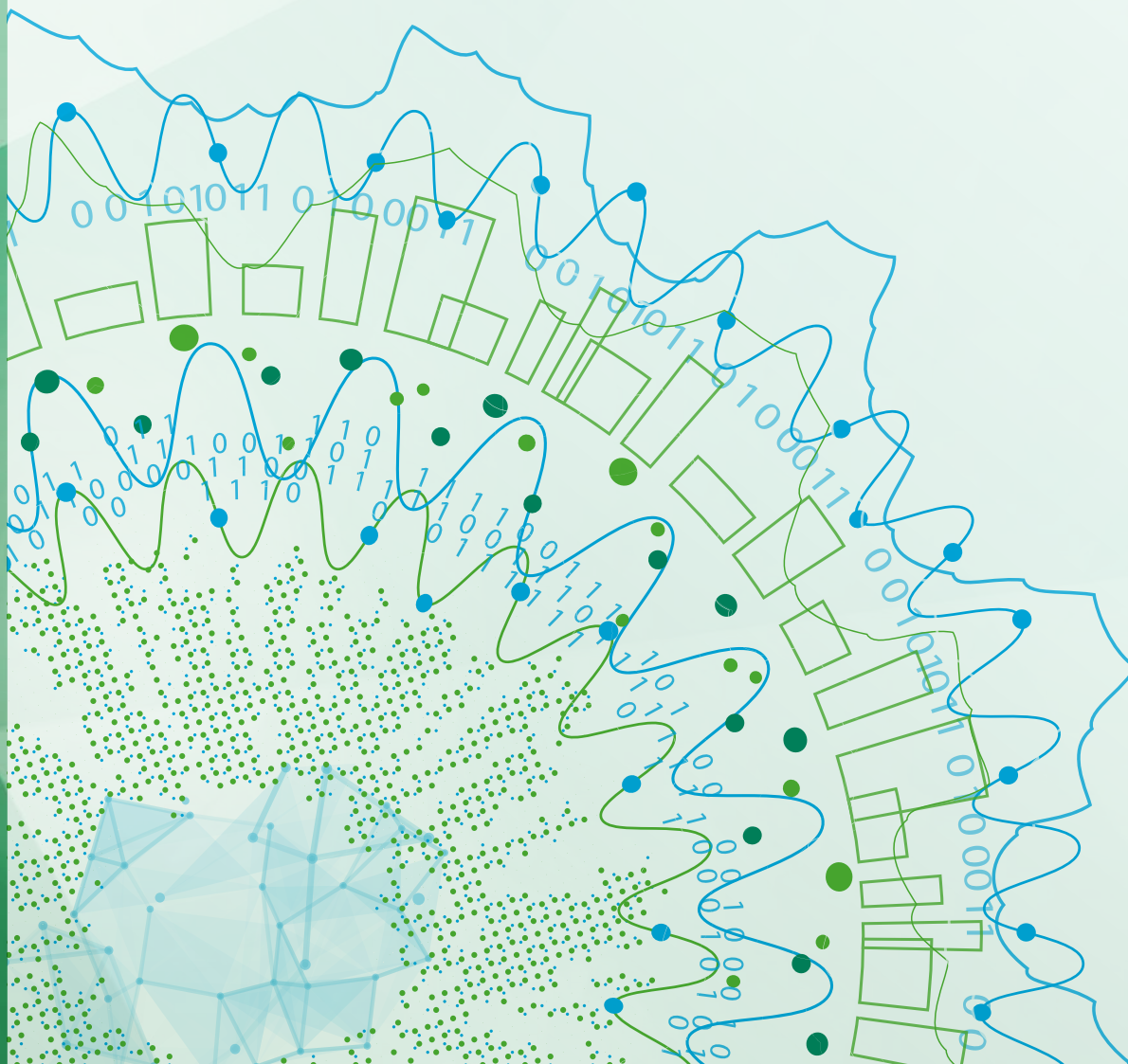


Q2



# インベストメント・アウトLOOK

> 2018年4-6月CIOラウンド・テーブル: 慎重な投資スタンスを!



# インベストメント・アウトLOOK



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・オルタナティブ



KEITH CREVELING, CFA  
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



PHILLIP N. DAVIDSON, CFA  
共同チーフ・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



KEVIN TONEY, CFA  
共同チーフ・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

2018年4-6月

# INTRODUCTION

長期間にわたる比較的平穏な相場の後、第1四半期はボラティリティの上昇がうなり声をあげて株式市場に戻ってきました。インフレ上昇や米国の財政赤字の増加、米国債利回り上昇が懸念されるなか、世界の株式市場で、長い間いつ起こってもおかしくなかった調整が起こりました。これらの懸念に加え、鉄鋼とアルミに関税を課す米国の法案は貿易戦争の火ふたを切り、投資家に対して現状に安心しすぎないようにとの警鐘を鳴らしました。

調整が起きたことで、バリュエーションの割高感が若干和らいだものの、米国株式のバリュエーションは歴史的水準からみても他の先進国と比較しても依然として極めて高いことを忘れてはなりません。割高なバリュエーションは、緩やかな経済成長や堅調な企業業績などの短期的な追い風をもって説明することができます。しかし、一方で、インフレ上昇や米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げが予想されているよりも速いペースで行われるリスクがあることが、より慎重な投資スタンスが望ましいことを示唆しています。

世界の経済成長の同時上昇がみられますが、投資家は各地域の成長がどのステージにあるかを考える必要があります。米国では予想一株当たり利益の上昇がしばらくの間続いています。欧州と新興国では2011年以来初めてこの予想が上向き始めています。ここで重要なことは、新興国の予想成長率の上方修正が繰り返されており、2018年の新興国の成長率と米国の成長率の差が拡大するかもしれない点です。

一方、長期債に投資している投資家は長期間にわたるポジティブなリターンを享受しています。目下のところ、債券市場のファンダメンタルズに大きな変化はなさそうですが、ひとつ課題があります - 債券市場の中で割安なものをみつけることです。私どもは米国のモーゲージ債や社債の他、一部の先進国及び新興国債券に投資魅力があると考えています。今四半期のインベストメント・アウトlookでは、これらを含む課題について私どものCIOの見解と、よりボラティリティが高い環境下における退職に備えるための運用とリスク管理に関する意見をご紹介します。

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。



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・  
マクロ経済の見通し

6

グローバル・  
エクティ

10

グローバル・  
フィクスト・インカム

12

マルチ  
アセット戦略

14

主要論点

# グローバル・マクロ経済見通し

## 世界経済



経済成長のモメンタムが強まる

### 米国の経済成長は改善

米国の経済成長の拡大は持続可能とみられ、緩やかに加速する可能性もあると私どもは考えています。一貫して堅調な経済指標と景気刺激をもたらず財政支出拡大の可能性により、国内総生産(GDP)成長率は、2018年の私どもの予想レンジである2%-3%の上限に達することも考えられます。

### 欧州と日本では中央銀行の景気刺激策が後押し

ユーロ圏と日本においては、中央銀行の緩和的な政策によって引き続き緩やかな経済成長が保たれると思われれます。しかし、EU離脱に関する不透明性が、英国の経済成長見通しに影響を落としています。

### 新興国市場は良好な経済成長の見通し

世界のインフレが比較的落ち着いていることと、全般に緩和的な中央銀行の金融政策を背景に、先進国の経済成長が新興国諸国の経済成長を下支えすると考えられます。消費の増加に伴い、新興国諸国の経済成長は先進国の経済成長を上回ると私どもは予想しています。

## インフレ



世界の物価動向は  
落ち着いている

### テクノロジーと競争が物価上昇を抑制

世界のインフレは上向き傾向にありますが、顕著な物価の上昇を抑制する要因があると私どもは見ています。テクノロジーの進歩と欧州と新興国諸国における高水準の労働余力を背景に、世界で賃金の伸びが停滞していることが最も重要なポイントです。小売業者間の競争が激化していることもインフレ抑制要因です。

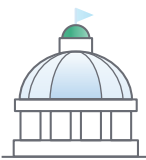
### 米国のインフレ率上昇

予想以上に上昇した最近のインフレ指標にみられるように、米国のコアインフレ率は、FRBが目標とする2%に近付きつつあります。コモディティ価格の上昇が世界経済の底堅い成長や適度な賃金上昇と相まって、インフレ率及び予想インフレ率を緩やかに押し上げることが予想されます。

### 欧州のインフレはまちまち

経済成長と中央銀行の景気刺激策にもかかわらず、ユーロ圏では依然として低インフレが続いています。日本も依然として同様の状況にあります。しかし英国では、インフレ率が6年来の高い水準に達しています。

## 金融政策



### 各国の中央銀行それぞれの 姿勢

#### FRBは正常化を継続

FRBは引き続き、金利とバランスシートの正常化を安定的に継続すると予想されます。ジェローム・パウエル新FRB議長は、経済成長が加速した場合、FRBはよりタカ派的な政策をとる可能性を示唆しました。私どもはインフレ動向がFRBの政策運営の鍵を握ると考えています。

#### 欧州の景気刺激策は縮小しつつも存続

欧州中央銀行(ECB)は債券購入プログラムを減らすテーパリングを緩やかに開始しましたが、同プログラムを9月の期限以降も延長する可能性があることを示唆しました。インフレ率の上昇を受けてイングランド銀行(BOE)は2017年後半に利上げを行いました。将来の利上げには慎重であることを示唆しました。総じて、私どもはこれらの中央銀行の政策は全般に引き続き緩和的であると予想しています。

#### 日本銀行は現状維持

日本のインフレ率は1月におよそ3年ぶりの高水準に達し、GDPは2017年12月に8 四半期連続で上昇し、1980年代以来の最も長い連続成長を示しました。しかし、実際のインフレ率と成長率は依然として緩やかで、私どもは日本銀行(BOJ)は積極的な景気刺激策を維持すると予想しています。

## 金利



### 金利上昇傾向

#### 米国債利回りはじり高

経済ファンダメンタルズの改善とインフレ率の上昇によって、2018年の初めの2か月間で、およそ0.50%押し上げられた米国10年国債の利回りは、今年は2.75%-3.25%のレンジで推移すると予想しています。一方、市場はFRBの金利見通しと同様に、2018年に3回の利上げを織り込みつつあります。

#### 世界の金利は低位で推移

緩やかな世界の経済成長や比較的低いインフレ率、欧州と日本において実施されている中央銀行の景気刺激策が金利を低く抑えると予想しています。ECBによるテーパリングに伴ってユーロ圏の金利は上昇するかもしれません。BOEが先ごろ引き締めを開始した英国では、金利はより高い水準に維持されると考えられます。

#### 先進国市場間の金利差

米国は経済サイクルと金融政策正常化サイクルにおいて先行しているため、米国の金利は引き続き他の先進国の金利より高くなるのが予想されます。この金利差が米国の金利の大幅上昇を抑制している一因でもあります。

# グローバル・エクイティ



KEITH CREVELING, CFA  
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

金利とインフレ率の上昇により、銘柄を厳選する投資家に有利な市場になっています。個々の企業はインフレが運営コストに与える影響によってそれぞれ異なる影響を受けます。

**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: Keith, 株式市場におけるボラティリティ上昇の再来は不可避でした。この相場変動に対する見解を聞かせてください。**

▶ **Keith Creveling, 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:** ボラティリティ上昇の再来は、市場のセンチメントがいかに素早く変わってしまうかを思い起こさせるものでした。金利の上昇が市場を様変わりさせ、数年間続いた値動きが小幅であった相場にボラティリティを再び引き起こし、相関性を低下させています。つい最近まで、セクターと個別銘柄の相関は歴史的な平均を上回っていました。ボラティリティが再度上昇したことと相関性が低下したことは、ファンダメンタルズが堅調で持続可能な利益成長の余地のある企業をボトム・アップ・リサーチによって見つけ出すことがより重要になったことを意味します。

## 米国の関税は世界貿易にどのような影響を与えるでしょうか？

▶ **Creveling:** 既に中国は米国製品に対して高い関税をかける報復措置を発表していますが、最終的にどのような影響がでるか予測するのは困難です。全面的な貿易戦争は考えにくいものの、関税や貿易戦争はどちらの国にとっても良いことではないため、注意が必要です。

短期的には、私どものポートフォリオ・チームは、鉄鋼とアルミの価格上昇が米国企業にもたらす潜在的な影響を分析しています。例えば、鉄鋼は電動工具や大型産業機械の原材料であるため、私どものポートフォリオのなかでは産業セクターが最も影響を受けると考えられます。長い目で見れば、強いプロダクトラインを持ち、原価の上昇を顧客に転嫁できる企業が困難な環境を切り抜けることができると、私どもは考えます。鉄鋼とアルミの価格上昇に直面する企業の全てがこれができるわけではもちろんなく、それ故、慎重な銘柄選択がより重要になってきます。

## グローバル・グロース・エクイティのポートフォリオでは、市場が大幅に上昇した後も引き続き米国株が多くを占めています。主要な保有銘柄に共通のテーマはありますか？

▶ **Creveling:** 一般的に、ポートフォリオの国別のエクスポージャーは私どものボトム・アップ・アプローチに基づいた結果です。しかし、一部の投資は最近の市場トレンドから恩恵を受ける可能性があります。私どもは、金融政策引き締めによって好影響を受けると判断される米国の地方銀行に対する投資を増やしています。Zions Bancorporation や Texas Capital Bancshareなどの地方銀行は、金利が上昇するなか、収入が伸びています。

金利とインフレ率の上昇により、銘柄を厳選する投資家に有利な市場になっています。個々の企業はインフレが運営コストに与える影響によってそれぞれ異なる影響を受けます。企業の経営陣とのミーティングにおいて、経済成長の拡大に伴う需要増からくる雇用市場の逼迫や人件費の増加に関する話をよく耳にしました。例えば、運送会社は経験のある運転手の確保に苦慮する中で、著しい賃金上昇に直面しています。インフレがコモディティや原材料のコストにもたらす影響は各所でみられ、原材料の値上がりは企業を悩ませています。

これらを念頭に置き、私どもは、最終顧客の需要が依然として強く、コストの上昇を顧客に転嫁できる米国の企業に投資しています。

バリュー・エクイティに目を向けましょう。Kevin、いくつかのポートフォリオではIT株をオーバーウェイトしています。バリュー・エクイティ・チームの見解を聞かせてください。

▶ **Kevin Toney, 共同チーフ・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:** 企業の質やバリュエーションの観点で私どもの投資基準を満たす半導体と半導体製造装置企業に注目しています。これらの企業の多くは、業界の統合と、デジタル・プラットフォームへ移行する長期的なトレンドによる強い需要の恩恵を受けています。できる限り迅速かつコスト効率良く、保存、管理、処理する必要のある膨大な量のデータを個人や企業が生成しているため、サーバーやデータセンターに対する需要が急速に高まっています。

加えて、半導体製品が工場の自動化を促進し、効率を高め、コストを削減するため、産業セクターは目立たない分野ではありますが、需要の重要な原動力です。自動車産業もまた、安全性やインフォテインメント(車載情報)、ナビゲーション、燃費において、半導体デバイスを必要とすることから、半導体需要が急増しています。

他にはどのようなところでバリュー株の投資機会が見出せるでしょうか？

▶ **Toney:** エネルギー分野の一角に投資機会を見出しています。一般に、石油と天然ガスの価格に左右される石油産出企業の売上の側面を市場は重視しすぎていると私どもは考えています。効率性の向上とコスト削減によって生産コストを削減し、石油価格とは無関係に収益水準を引き上げることのできる企業が有望と考えており、私どもはより総合的な見解を持つようになっています。私どもは、強いバランスシートを有し、持続可能な配当を出している総合石油企業を含めて、魅力的で割安な質の高い企業に投資しています。また、同業他社と比較してより安定した、ミッドストリーム分野のマスター・リミテッド・パートナーシップ(MLP)に投資しています。

この他、ヘルスケアは政治的な影響を強く受けてきましたが、ボラティリティが上昇したことによって投資機会が生まれています。例えば、既存の研究開発ポートフォリオ及び開発パイプラインに関する懸念に加えて、政治的影響が一部の質の高い製薬企業を圧迫しています。また、バリューチェーンにおける重要かつ建設的な役割や、高い資本収益率(ROC)、業界の参入障壁が高いことから、ファーマシー・ベネフィット・マネジャー(FBM、処方箋プログラムに関する外部委託業者)も投資魅力があると考えています。

**Phil、不動産投資信託(REITs)や公益、生活必需品セクターにおけるここ数年間にわたるパフォーマンス不振について話してもらえますか？**

▶ **Phil Davidson, 共同チーフ・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:** REITsは金利上昇の影響を受けやすく、そのことがアンダーパフォーマンスの原因になってきました。配当が高く、課税対象となる一部のREITsには税率の引き下げがあるかもしれませんが、新税法はREITsに重要な恩恵をもたらすものではありません。公益セクター株は全般に、米国債利回りが上昇する中で、アンダーパフォームしました。公益セクターは他のセクターほど税制の変更から恩恵を受けません。規制された公益セクターである天然ガス企業は一般に、電力企業よりもファンダメンタルズが良好であると私どもは考えています。

質が高く長期間にわたって利回りを投資家にもたらす生活必需品株は、2016年にアウトパフォーマンスがピークを迎えた後、アンダーパフォームしています。加えて、競争激化や金利上昇、他のセクターにとってより有利な底堅い世界の経済成長トレンドなどが生活必需品セクターの向かい風になっています。新税制によって生活必需品企業がビジネスに再投資できるようになれば、長期見通しの改善につながる可以考虑されます。私どもは、バリュエーションが改善した一部の銘柄への投資を増やしています。



KEVIN TONEY, CFA  
共同チーフ・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

ヘルスケアは政治的な影響を強く受けてきましたが、ボラティリティが上昇したことによって投資機会が生まれています。



PHILLIP N. DAVIDSON, CFA  
共同チーフ・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

新税制によって生活必需品企業がビジネスに再投資できるようになれば、長期見通しの改善につながる可以考虑されます。

# グローバル・エクイティ

先進国における消費者および企業の信頼感の上昇に伴い、先進国市場に供給を行っている新興国市場の企業は恩恵を受けています。

KEITH CREVELING, CFA  
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・エクイティ

1つか2つのファクターに集中するのではなく、多くのファクターへのエクスポージャーを維持することによってリスク調整後のリターンを改善できる可能性があります。

欧州では、現行の中央銀行の景気刺激策と経済成長の拡大が業績の成長をもたらしています。Keith、景気刺激策がなくなった場合にどうなるか、懸念はありますか？

▶ **Creveling:** ECBは、量的緩和の縮小をおそらく今年後半に行うであろうとの意向を示しました。量的緩和の縮小に市場がどう反応するかはまだわかりません。ECBが計画を十分に周知させれば、米国においてFRBが同様のテーパリングを行った時のような波乱は起こらないかもしれません。いずれにしても、低インフレと、世界の需要が増加するトレンドを背景に、企業業績の見通しはポジティブです。

2017年に最もパフォーマンスが良かった市場のひとつである日本においても、トレンドはポジティブです。日本では、産業関連セクター、消費者関連セクター共に顕著な安定化がみられます。日本の製造業者と輸出業者は、中国と新興国諸国の主要取引相手からの強い需要を含め世界の需要が回復していることの恩恵を受けていると考えられます。消費者の信頼感が高まり、失業率が低いことから、内需も持ち直しています。これが、景気拡大に関わっている消費者関連企業に有利に働くことが考えられます。

米国市場と同様に、新興国市場が長期間上昇し続けていることから、この強気市場が維持できるのか、懸念されています。新興国市場の上昇は終盤に来ているのでしょうか？

▶ **Creveling:** 私どもは、世界経済の同時成長と現地市場の拡大に支えられ、新興国市場の上昇は続くと考えています。以前お話ししましたように、先進国における消費者および企業の信頼感の上昇に伴い、先進国市場に供給を行っている新興国市場の企業は恩恵を受けています。更に、新興国の現地市場自体が改善しています。その結果、ヘルスケアや教育、金融サービスなどのサービスの他、より質の高い商品や高級品に対する需要が高まっています。これらは全て、概してポジティブな経済環境によって支えられています。中央銀行には、追加的な景気刺激が必要な場合の利下げの余地があります。

セクター別と地域別の投資機会が議題になりました。Vinod、最近のファクター投資のパフォーマンスと今後の投資機会について、どう考えていますか？

**Chandrashekaran:** 様々なファクターの相対的な魅力を考えるにあたって、時間の経過とともにどのようなパフォーマンスを示したかを検証するのは一つの方法です。添付の表は、よく知られるファクター指数とS&P500のヒストリカルリターンを比較したものです。2つのことが明白です。一つは、短期間では個々のファクターはアンダーパフォームしているかもしれませんが、10年間では全てのファクターがS&P500をアウトパフォームしています。もう一つは、他のファクターと比較して、最近のグロースとモメンタム（センチメント）のアウトパフォーマンスが際立っていることです。ファクター・パフォーマンスには相関関係がなく、平均値へ回帰する性質があります。つまり、ファクターどうしは足並みを揃えて

動くのではなく、過去の際立ったファクターのアウトパフォーマンスの後は往々にして大幅な調整が起こりました。ハイ・モメンタムやハイ・グロースの銘柄に引き付けられた投資家を最近よく見かけますが、ファクター・パフォーマンスの調整が起こるリスクが高まっていると私どもは考えています。もちろん、ファクターが反転するタイミングを計ることは難しく、反転の確率は高いものの、はっきりいつと予測することはできません。これらのファクター間の相関関係が歴史的に見て存在しないことから言えるのは、1つか2つのファクターに集中するのではなく、多くのファクターへのエクスポージャーを維持することによってリスク調整後のリターンを改善できる、ということです。

わかりました。ファクターのタイミングを計ろうとしないほうがいいということですね。しかし、

あなたの調査では、特定のファクターは経済や市場のサイクルにおけるそれぞれ違う時点で高いパフォーマンスをもたらすと示唆されています。これについての見解を聞かせてもらえますか？

**Chandrashekaran:** もちろんです。モメンタムは、最近の過去のパフォーマンスが高い株式に関係しており、上げ相場では良い傾向があり、市場の変曲点や転換点では悪い傾向があります。オーガニック・グロースが高いグロース株は経済サイクルの後期にパフォーマンスが良くなる傾向があります。もちろん、明確な目印があるわけではないので、経済サイクルのどの段階にいるのかを判断するときは注意が必要です。しかし、これは、米国経済がおよそ10年間途切れなく経済成長を続けていることに照らして、グロース株がなぜこんなに上昇しているのかの説明になるかもしれません。



Cleo、このディスカッションの初めに、より高い水準のボラティリティと金利上昇について話しました。投資家の多くは金融市場のボラティリティの上昇に直面してきましたが、長期間の金利上昇局面には直面してきませんでした。このような投資家に、どのような選択肢があるのでしょうか？

▶ **Cleo Chang, ヘッド・オブ・オルタナティブ:** 金利上昇やその他の状況が株式と債券のリターンを両方とも損なうという懸念をもたらす局面にきているのかもしれませんが。その結果として、投資家は伝統的なアプローチ以外のアプローチを検討する必要があるのかもしれませんが。例えば、マーケット・ニュートラル戦略は、株式と債券の相関が低い、又はマイナスであることから、ボラティリティや市場の著しい変動の影響をコントロールすることを旨とする投資家によってしばしば用いられます。株式ロング・ショートも検討すべき戦略です。株価上昇の際に恩恵を受けるネット・ロングのポジションで、市場をより密接に追います。しかし、ある程度のショート・ポジションによって株価下落の場合に利益を得ることを狙っているため、ダウンサイドの損失を軽減することができます。

全体としてみれば、オルタナティブによって投資家は、投資家の元本増加やインカムの確保、リターンの保全など、いくつかの目標を達成することができます。2018年初頭のように市場が大きく変動する際に、伝統的な戦略に対する価値ある補完的な戦略としてオルタナティブ投資が効力を発揮することが考えられます。



CLEO CHANG  
ヘッド・オブ・オルタナティブ

2018年初頭のように市場が大きく変動する際に、伝統的な戦略に対する価値ある補完的な戦略としてオルタナティブ投資が効力を発揮することが考えられます。

最近のグロースやモメンタムのパフォーマンスをよく表していますね。バリューやクオリティ、低ボラティリティはどんな状況においてアウトパフォームするのでしょうか？

Chandrashekar: 低ボラティリティ株は下降相場において相対的に強い傾向があります。そして、これまでに見てきたように、典型的に上昇相場においては後れをとります。クオリティ企業は通常、収益率が高く、バランスシートが比較的健全で安定的です。こういった特徴をもつ株式は、他のファクターと比較して、市場のボラティリティが高い時期に最もパフォーマンスがよく、「リスクオン」や「ジャンク」ラリーによる急上昇のときはあまり冴えません。最後に、バリュー株とは株価がファンダメンタル・バリューを下回っている株のことです。バリュー株は、成長性がますます上昇し、株価プレミアムがなくなっている、経済サイクル初期にパフォーマンスが良くなる傾向があります。これが、例えば、世界経済の同時上昇の初期段階にある、米国外の市場のバリュー株をポジティブに見ている理由です。

### S&Pファクター指数パフォーマンスは長期的にはS&P500指数を上回る

年率リターン	ピュアバリュー %	米国クオリティ %	モメンタム %	グロース %	低ボラティリティ %	S&P 500 %
Trailing 1Yr.	17.73	19.51	28.27	27.44	17.41	21.83
Trailing 3Yr.	8.96	9.54	12.70	12.86	10.58	11.41
Trailing 5Yr.	16.64	15.19	15.91	17.00	14.44	15.79
Trailing 10Yr.	10.35	9.81	8.55	9.99	10.19	8.50

出所: アメリカン・センチュリー・インベストメンツ、S&P、FactSet、2017年12月までのデータ

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。

# グローバル・フィクスト・インカム



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

10年国債利回りは  
3.25%まで上昇する  
可能性もありますが、  
年末までには低下する  
と予想しています。

スプレッドや変動金利、  
低いデフォルトリスクに  
魅力があることから、  
現在の環境では、ローン  
担保証券がよい投資  
機会を提供すると考えて  
います。

CLEO CHANG  
ヘッド・オブ・オルタナティブ

## Dave、最近の、より変動の大きい環境は、債券市場の見通しに影響していますか？

▶ **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:** ポラティリティの上昇をしばらく前から予想していましたから、2018年初の出来事は私どものポジションや見通しを変えるに至っていません。概して、引き続き米国のモーゲージ債と社債に加えて、一部の米国以外の先進国債券や新興国債券に投資魅力があると考えています。米国では、10年国債利回りが引き続き上昇すると考えています。10年国債利回りは3.25%まで上昇する可能性もありますが、年末までには低下すると予想しています。最近ではインフレ率がやや上昇しましたが、自動化の進歩や世界の労働余力を背景に、少なくとも短期的には、インフレ圧力は金利を大きく押し上げるほど強くないと考えています。概していえば、私どもは、米国のインフレは緩やかに上昇するものの概ね落ち着いており、このためFRBは徐々に金利を引き締める政策を維持することができると予想しています。米国外では、インフレは落ち着いており、中央銀行の政策は引き続き緩やかであると私どもは予想しています。英国は例外で、2017年11月にインフレ率が3%を超えたため、BOEは10年間で初めて利上げを行いました。しかしこれ以降は、BOEは金利を0.50%に保っています。

再び米国市場に目を向けると、クレジット・スプレッドは全般に、著しくは拡大していないことが要点です。これは、投資家が引き続き企業の財務の健全性について楽観的であることを示唆する、ポジティブなシグナルです。

## この金利上昇環境は、国債やその他の金利動向の影響を受けやすい債券に投資する投資家に不安をもたらしました。Cleo、金利上昇を懸念する、インカム収入を求める投資家による代替戦略はありますか？

▶ **Chang:** インカムの確保と元本の保全を目標とする投資家には、バンクローンやストラクチャード証券、高配当株を含む、インカム収入を得られる証券に幅広く分散投資を行うのがよいと思います。これらやその他のインカム収入を得られる証券は、そのパフォーマンスは概して従来の国債と関連性が低く、金利が大きく変動する環境においてインカム収入を得、かつ元本を保全できると考えられます。

例えば、金利上昇時に概してパフォーマンスがよいことからバンクローンは魅力があると思います。また、一部の資産担保証券、特に自動車ローンと消費者ローン分野に投資価値があると考えます。更に、スプレッドや変動金利、低いデフォルトリスクに魅力があることから、現在の環境では、ローン担保証券もよい投資機会を提供すると考えています。

## 2018年初頭の金融市場にとってもう一つの大きなイベントはFRB議長の交代でした。現在の経済的背景とJerome Powell 新議長の就任によって、FRBはよりタカ派的になると考えますか？

▶ **MacEwen:** 金融政策に関して前任者Janet Yellenと同じような見解を持つPowell新議長の下、FRBは、緩やかに短期金利を引き上げ、バランスシートの正常化を図る政策を続行すると私どもは考えています。もしFRBが今よりもややタカ派寄りになるとしたら、それは経済要因のためで、リーダーが変わったためではないと考えます。新議長は、FRBが2018年に3回の利上げの路線を変えないことを示唆しましたが、もし経済が予想以上に成長した場合はより積極的に引き締める可能性も示唆しました。Yellen氏が2017年後半にFRBの利上げ予想を公表した当時は、私どもはやや懐疑的でした。しかし、その後、米国の経済指標とインフレ指標は緩やかに上昇したため、私どもは2018年に3回、場合によっては4回の利上げを考えています。

## セクター見通し

▲ オーバーウェイト   ■ ニュートラル   ▼ アンダーウェイト

米国国債	▼	経済成長とインフレ、FRBの金利正常化継続、米国債発行の増加を背景に、米国債利回りは上昇する傾向にあると考えています。しかし、10年債利回りは、たとえ予想レンジの上限(+3.25%)でも過去と比較すると低い水準です。このため、米国債をアンダーウェイトし、より投資魅力のある資産の配分を増やすことを考えています。
米国物価連動国債	▲	過去平均と比較して長期インフレ予想は低く、足元のインフレ率は徐々に上昇する見通しであることから、米国物価連動国債は米国債よりも相対価値が高いと考えます。
米国証券化商品	▲	スプレッドは依然ややタイトであるものの、モーゲージ債は、固定利付エージェンシー・モーゲージバック証券(MBS)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。特に、固定利付エージェンシーMBSよりも投資価値が高いノン・エージェンシー商業用不動産担保証券(CMBS)とノン・エージェンシー不動産抵当証券担保債券(CMO)に魅力があると考えています。金利が上昇する環境にあるため、変動利付のデュレーションが短い証券に注目しています。
米国社債	▲	企業業績やファンダメンタルズが引き続き改善しており、投資適格債、特にBBB格債に投資価値があると考えます。同様に、一部のハイ・イールド社債も引き続き企業ファンダメンタルズの改善と経済成長の拡大から恩恵を受けると予想しています。ハイ・イールド債の上昇が続いていることから、私どもはリスクの高い部分を選び、引き続きBB格債とB格債に投資価値のある債券を求めています。
米国地方債	▲	経済指標が改善するなか、米国全域の州財政、地方財政は全般に良好です。主に連邦税制改革のため、2018年の地方債発行は減少する見通しです。税金が高い州においては特に、特定の連邦税の廃止や減額によって利息が非課税である地方債がより魅力的になるため、今後地方債の需要が高まると予想しています。高等教育セクターと交通セクターの債券をポジティブにみており、病院債に投資価値があると考えます。加えて、緩やかな経済成長や高めの金利、全般に良好なクレジット・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、格付けが低めの債券(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	▼	ハト派的な中央銀行の金融政策のため欧州国債の利回りは低く、特に米国と比較した場合、魅力に乏しくなっていると私どもは考えます。米国と欧州の利回り格差は依然として大きく、最近では米国の税制改革と予想インフレ率の高まりを背景に、さらに拡大しています。この格差を利用して、私どもは引き続き米国債先物をロングし、欧州国債先物をショートしています。
欧州社債	■	欧州のスプレッド水準については引き続き慎重です。私どもの社債のエクスポージャーは劣後債(銀行及び保険)と一部のハイブリッド債が主です。
新興国債券	▲	スプレッドがタイトなことから、私どもは米ドル建債などの外貨建て債を減らし現地通貨建て債を選好しています。特に、メキシコやチリ、南アフリカの現地通貨建て債が魅力ある投資機会を提供していると考えています。

# 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

私どもは一貫して、ポートフォリオ全体をみて市場サイクルのすべての局面において、より包括的にリスクを捉えるべきだと主張しています。

私どもは四半期ごとにアウトルックをつくっていますが、Richはいつも、市場と経済の全サイクルを長期的にとらえるように言っていますね。この長期的見通しによって、現在のリスク管理をどのようにすべきだと考えますか？

▶ **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:** 一方向にしか動かない市場だったら投資がどんなに簡単か忘れがちです。強気市場が9年間続いているときは、分散投資やリスク管理について話すことは的外れか、馬鹿げてさえみえることでしょ。しかし、退職に備えるための投資の30年、40年、あるいはそれ以上の積立期間と、20年、30年あるいはそれ以上の引出し期間を考える場合は、5年、あるいは9、10年の期間さえあまり重要でないように思えてきます。このため、こうした投資を行うにあたっては、1つ（あるいはそれ以上）の市場サイクルの全ての局面と、その長い期間に直面するリスクを考える必要があると思います。

行動ファイナンスはここでは非常に重要です。人々は忘れっぽく、リスクを増やしたり、乗り遅れるのを恐れるあまり高値近くで株を買ったりします。同様に、十分な分散投資がなされていないと、市場が下落した後に貯蓄や投資計画を投げ出しちゃいがちです。さらに、最も重大な問題のひとつは、一つのタイプの市場や一つのリスクの源泉に気を取られて、投資期間の様々な時期に広がっている難題に対して十分に準備ができていないことです。このため、私どもは一貫して、ポートフォリオ全体をみて市場サイクルのすべての局面において、より包括的にリスクを捉えるべきだと主張しています。

どのような経済リスクと市場リスクが現在あり、その課題に対してどのようなポジショニングを行っていますか？

▶ **Weiss:** 最近のニュースで目立っている、金利の上昇とインフレについて話しましょう。財政政策が向かい風（予算削減、政府機関閉鎖）から追い風（減税、多額の財政赤字、規制緩和、若干のインフラ投資）に変わったため、私どもの債券チームは最近の数か月間に金利とインフレの予想を上方修正しています。起こるかもしれない貿易戦争がどのように作用するか予測することは困難ですが、高い関税は、他の条件が全て同じ場合、インフレを誘発します。これらを総合すると、米国はFRBが目標とする2%のインフレ率に向かってっていると、私どもの債券チームは考えています。この点を強調するかのよう、FRBメンバーの多くが、インフレ目標を一時的に超えることを容認する発言をしています。

私どもは、望ましい成果を達成するために具体的かつ意図的なリスクを取るべきと考えており、このリスク管理の重要性故に、このような時期にはパッシブ戦略よりもアクティブ戦略がよいと考えます。パッシブ戦略は重要な投資配分の判断を市場に任せて本質的に放棄し、バリュエーション・リスクと集中投資リスクが最も高いときにこれらのリスクを一段と増加させます。債券に関して言えば、長期間の低金利と前例のない金融政策のため、ポートフォリオのデュレーションやイールドカーブ、銘柄、セクターのエクスポージャーが正常に機能しない可能性があります。一例として最近の債券市場の急落前の昨年末に、バークレーズ米国総合債券指数の利回りは最低水準に近かった一方、デュレーションは過去最高水準でした。

同様に、退職までの期間を考慮せずに、個々の資産クラスに一定の資産配分を行うような単純なアプローチには議論の余地があります。例えば、新興国債券に10%配分するのは退職の20年前なら素晴らしいかもしれませんが、同じ投資家の退職の20年後には適切ではないかもしれません。まとめると、ポートフォリオ全体（株式も含めて）をとらえて積極的かつ意図的にインフレ・リスクと金利リスクのバランスをとり、投資家のリスク許容度と退職までの期間などのゴールを含めた様々な要因と矛盾のない投資アプローチが最良だと考えます。

### 長期投資の観点から、短期間の株式については見通しはどのようなものですか？

- ▶ **Weiss:** 短期的に米国株をポジティブにみることはもちろん可能です。経済成長は十分に堅調で、規制緩和や減税のおかげで企業業績の成長は良好、国外に滞留するキャッシュの国内への還流もあります。このキャッシュは、配当支払いや自社株買いなど、株主フレンドリーな手法に用いられると考えられます。そして、最近の株式市場の調整の結果、株価は以前ほど割高ではなくなっていることは事実です。とは言うものの、過去の水準と比較して、また、他の先進国と比較して、米国株は依然割高であることは指摘しておかなければなりません。

しかし、3年かそれ以上をみる場合、経済と市場サイクルのどこにいるかを踏まえると、予想される株式のリターンは魅力的ではありません。このため、退職しているか退職が近い投資家の口座では株式への投資割合をややアンダーウェイトしています。投資のライフサイクルの終わり近くでは、口座残高が多いため、退職後の何年分もの収入を減らしてしまうリスクが存在するからです。しかし、退職までまだ何年もある若い投資家の口座やその他のゴールがまだ先の口座は、株式のアンダーウェイトは必要ないと思います – こういった口座は残高が比較的少なく、また、市場の下落をうまく利用する時間が何年もあるからです。この、資産効果と退職までの時間が、資産配分の決定において非常に重要です。

---

私どもは、望ましい成果を達成するために具体的かつ意図的なリスクを取るべきと考えており、このリスク管理の重要性故に、このような時期にはパッシブ戦略よりもアクティブ戦略がよいと考えます。

---

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

# 主要論点

## 2018年4-6月CIOラウンド・テーブル：慎重な投資スタンスを！



- ▶ 短期的には米国株式をポジティブにみることはできますが、経済と市場サイクルのどこにいるかを考慮すると中期的な予想リターンは魅力が薄くなります。
- ▶ 引き続き、デジタル・プラットフォームへの移行が世界的に、グロース株、バリュー株それぞれの異なるセクターや産業に投資機会をもたらしています。
- ▶ バリュー株投資においては、市場がコモディティ価格のみを重視し過ぎているエネルギーセクターに投資機会があり、ヘルスケアセクターにおいてはヒートアップした政治的な影響が投資機会をもたらしています。
- ▶ 新興国株式はまだ上昇の余地があると考えます。世界の経済の同時成長と現地市場の成長が上昇相場と企業業績の成長を支えています。
- ▶ 市場がハイ・モメンタム株とハイ・グロース株に傾いていることから、株式市場のファクター・パフォーマンスの調整が起こるリスクが高まっています。
- ▶ 米国債券市場においては、引き続き投資適格社債、特にBBB格債に投資価値があると考えますが、ハイ・イールド債のリスクの高い部分は避けています。
- ▶ 米国と欧州の債券の спреッドは縮小すると予想しています。このシナリオにおいては米国債をロングにし、欧州国債をショートにするポジションが利益を提供する可能性があります。
- ▶ 新興国市場においては、スプレッドがタイトなことから、米ドル建て債のエクスポージャーを減らし、現地通貨建て債を増やしています。
- ▶ 利回りの源泉となる投資としてバンクローンや一部の資産担保証券、ローン担保証券などが現在の環境において投資機会をもたらしていると考えます。

# 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。

ここではいかなる証券の勧誘も行われていません。この資料は主に専門家あるいは機関投資家を対象にしており、必ずしも個人投資家や一般投資家向けではありません。この文書の内容は、規制当局によって審査されていません。

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.*



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

## American Century Investments®

4500 Main Street  
Kansas City, MO 64111-7709

2121 Rosecrans Avenue  
Suite 4345  
El Segundo, CA 90245

330 Madison Avenue, 9th Floor  
New York, NY 10017

Suite 3201 Champion Tower  
3 Garden Road, Central  
Hong Kong

1665 Charleston Road  
Mountain View, CA 94043

12 Henrietta Street, 4<sup>th</sup> Floor  
Suite 4345  
London, WC2E 8LH

## 【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