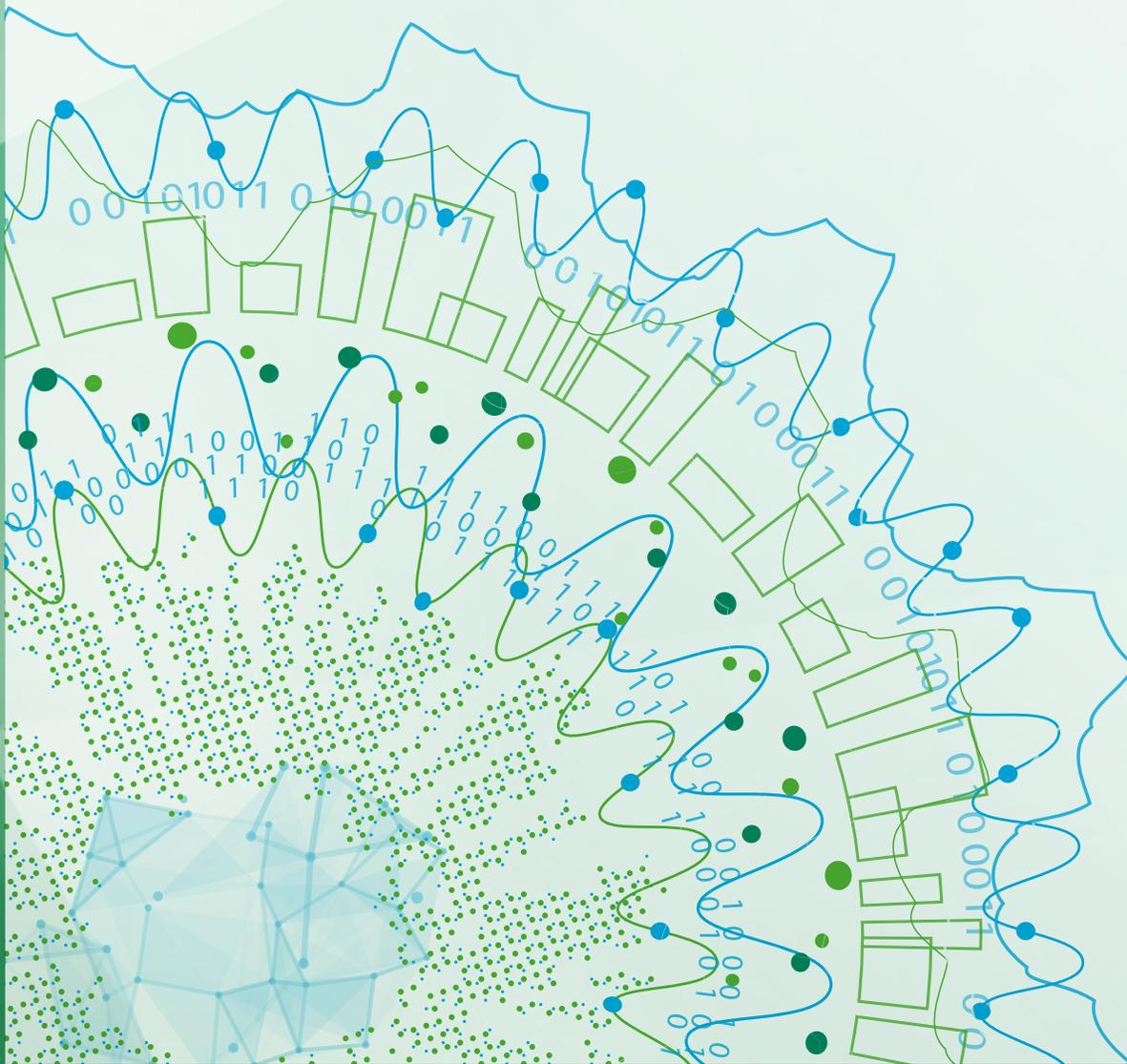


Q3



# インベストメント・アウトルック

> 2018年7-9月CIOラウンドテーブル:「ノーマル」な正常化



# 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  
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  
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



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7-9月期

# INTRODUCTION

多くの目的地を目指し、多くの人に会い、家族に対する多くの義務を果たす、過密なスケジュールに追われることは珍しくありません。最終的に全てが落ち着き、正常な日常に戻ることは喜ばしいものです。過去10年あまり、米国の金融市場は比較的平穏でした。投資家の多くは潤沢な利益を得て、これが正常な状況だと思ふようになりました。アクティブ運用のマネジャーとして私どもは市場の変動を予想し、これに伴うリスクを管理することによって報酬を受けます。故に、幅広く緩やかに上昇する市場は決して正常ではなかったと考えています。

2018年、市場環境は変化しています。金融危機以来、歴史的な低水準の金利を維持した後、米連邦準備制度理事会 (FRB) は2015年後半に金利を引き上げ始め、現在も金利正常化の道を辿っています。長い間懸念されていなかったインフレも、徐々に上昇し始めています。政治的な混乱やエネルギー価格の上昇、貿易摩擦の可能性をこれらに加えると、ボラティリティが高まるのがわかります。この変動の激しさは新しい正常化ではありません。これが本来の、「ノーマルな正常化」なのです。

ボラティリティが高まるのが予想されるときは、株価はそれぞれの企業の個々の価値に基いて変動します。更に、正常な市場環境においては、パフォーマンスが最もよい銘柄と最も悪い銘柄の差が拡大する傾向があります。金利と予想インフレ率の上昇にも関わらず、多くの米国企業は高い収益成長と業績拡大を果たしており、これが株価を支えています。慎重を期しながらも、この環境のもと、アクティブ運用のマネジャーとして、銘柄選択を通じて付加価値を付け、リスクに見合ったリターンを提供できるポートフォリオを構築することを目指しています。

今四半期のインベストメント・アウトlookでは、現在のより正常な市場におけるリスクと投資機会を私どものチーフ・インベストメント・オフィサーたちが話し合います。グローバル・フィクスト・インカム・チームは、米国10年国債利回りが今後数ヶ月の間にピークに近付き、FRBの政策と欧州及び日本の中央銀行の政策の相違が引き続きみられると考えます。

金利上昇に伴い、グローバル・エクイティのマネジャーは、一部の金融セクター関連銘柄に投資機会を見出す一方、低金利の恩恵を受けていた銘柄への投資を限定的にしています。原油価格の上昇と生産性の向上は原油輸出国やエネルギー・セクターの一部にとってはプラスですが、原油価格上昇に伴うエネルギーコスト増を消費者に転嫁できない企業や輸入業者にとってはマイナスです。

最後に、米国の法人税の減税効果が企業業績に表れ始めています。他社よりもより多くプラスの効果が出ている企業もありますが、節税分がどのように使われるのかを広い範囲で分析してまいります。

より正常な市場環境に戻ることによって、アクティブ運用マネジャーにとっては市場をアウトパフォームする機会ができ、投資家にとっては、ポートフォリオ戦略を調整することによって、市場の変化をうまく活かす機会ができると考えています。投資家の皆様には、市場エキスパーとリスク許容度をよく理解し、長期的な投資目標に沿った判断をしていただければと思います。

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・エクイ  
ティ

10

グローバル・フィク  
スト・インカム

13

マルチアセット戦略

15

グローバル・マクロ  
主要論点

# グローバル・マクロ経済見通し

## 世界経済



依然、底堅い世界の  
経済成長

### 米国では成長は上向き

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す財政支出拡大の可能性により、国内総生産(GDP)成長率は、短中期的な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。

### 中央銀行の政策がカギ

イタリアの政局の不透明性や保護主義的な貿易政策が、世界経済、特に欧州経済の見通しに影を落としています。しかし、財政支出の大幅な拡大が見込めない欧州と日本では、引き続き緩和的な政策が続き、緩やかな成長が続くことが考えられます。

### 新興国市場が世界の経済成長を促進

先進国の経済成長や、比較的落ち着いた世界のインフレ、全般に緩和的な中央銀行の姿勢などが新興国市場の経済成長を支えると考えられます。貿易摩擦の懸念はありますが、新興国市場の成長は先進国の成長を上回ると予想しています。

## インフレ



世界のインフレ動向は  
まちまち

### 物価指数は強弱混在

全般に世界のインフレは落ち着いています。緩やかで落ち着いた物価上昇が広がる米国に対し、欧州と日本ではインフレの傾向が反転しました。ユーロ圏や英国、日本では、2017年から2018年初めにかけて高まったインフレが最近では軟化しています。

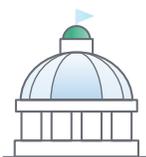
### 米国インフレ率は目標間近

ほぼ1年間、コモディティ価格の上昇と底堅い世界の経済成長、及び緩やかな賃金上昇を背景に、米国のインフレ指数は上昇する傾向にあります。コア・インフレ率(コアPCEで測定)は、FRBが目標とする2.0%に近付きつつあります。

### 欧州のインフレは軟化

2017年後半以降、ユーロ圏のインフレ率とコア・インフレ率はじりじりと下がっており、4月にはそれぞれ1.2%と0.7%でした。英国でも同様の傾向がみられ、4月のインフレ率は2.4%と、昨年11月の3.1%から低下し、日本では、2月に1.5%に上昇した前年比のインフレ率は、4月には0.6%へ低下しました。このことから、中央銀行は緩和的な政策を継続すると考えられます。

## 金融政策



各国の中央銀行  
それぞれの姿勢

### FRBは利上げを継続

他の中央銀行と異なり、FRBは金利とバランスシートの正常化を継続しています。6月の利上げに続いて、年内にあと2回の利上げを示唆しました。これは私どもの予想と一致しますが、もし経済成長とインフレが加速すれば、さらにタカ派的になることも考えられます。

### 欧州はゼロ金利を維持

欧州中央銀行(ECB)は政策金利を過去2年間、0%に維持しています。緩やかな経済成長と抑制されたインフレの下、9月の期限を過ぎてもECBが債券購入プログラムを延長すると予想されます。緩やかな成長のためイングランド銀行(BOE)は金利を維持すると考えられますが、8月に利上げが行われる可能性もあります。

### 日銀、インフレ目標達成時期の削除を決断

低インフレが続くなか、日銀は、2019年度(会計年度)ごろとしていた物価目標2%の達成時期を削除しました。月次の債券購入を含め、短期金利を-0.1%に維持、10年国債利回りをほぼ0%に抑えるなど、日銀が刺激策を縮小する兆候はみられません。

## 金利



米国では上昇、他の  
地域ではまちまち

### 米国債利回りはじり高

ボラティリティが高まったことから、米国債利回りはやや上昇すると考えられます。インフレが予想を上回る可能性が高いことは金利上昇につながり、国内の政治的問題や国外の地政学的リスクは金利低下につながりますが、私どもは10年国債の利回りは今後数か月間において2.9%~3.25%のレンジで推移すると予想しています。

### 米国以外の金利は低水準

緩やかな世界の経済成長や低いインフレ率、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。インフレが高めで、BOEがゆっくりとしたペースながら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。

### 金利差は過去数年間で最大

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上昇しています。米国の利回りと主要ユーロ圏、及び英国の利回り格差は30年間で最も拡大しています。カナダや一部の新興国市場を含め、金利が低下、あるいは変わらずの水準で推移している市場では、米国と欧州とのデュレーションリスクを分散するための投資機会が期待できます。

# 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

「世界の株式市場は、米国の金利上昇やインフレ上昇、米国の法人税改革の影響、貿易摩擦、エネルギー価格の上昇などと闘っています。」



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

「資本収益率が改善していることと、2017年に見られた記録的な水準と比べると多くのエネルギー企業の収益性が見劣りすると考えられることが、現在のエネルギー・セクターへの投資判断材料になっています。」

**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:** 株式市場のボラティリティは、2018年初めに急上昇した後、やや落ち着いたようです。とはいうものの、VIXを指標として見る場合、ボラティリティは1年前よりも明らかに高い水準です。Keith、これにはどんな要因が影響していますか？

▶ **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:** 多くの地域において経済成長の同期化が続き、世界の株式市場の見通しが楽観的になっています。しかし、最近のマクロ経済及び政治トレンドは、過去数四半期における見通しを複雑にしてきました。高い成長と低いボラティリティが続いたのち、世界の株式市場は、米国の金利上昇やインフレ上昇、米国の法人税改革の影響、貿易摩擦、エネルギー価格の上昇などと闘っています。

米国内および米国外のいくつかの金融市場において、インフレ上昇に伴い金利が上昇しており、金利上昇の恩恵を受ける一部の金融セクター関連銘柄において投資機会を探しています。米国内で、引き続き経済活動が活発な中、金利の正常化と貸付の拡大から恩恵を受ける地方銀行に注目しています。規制緩和も私どもが投資している金融セクターの銘柄にプラスに働いています。米国外でも、徐々に上昇する金利の恩恵を受けることが予想される銀行や保険セクターの銘柄があります。一方で、金利上昇はREITs(不動産投資信託)の業績を圧迫することがありますが、不動産のなかでも利益が金利上昇の影響をさほど受けないセクターにサービスを提供する銘柄に投資機会があると考えています。

**Kevin, 金利の上昇はバリュー株ポートフォリオにどのような影響を及ぼしますか？**

▶ **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:** 金利敏感銘柄に投資を行うにはよい時期ではないと考えています。金融危機の後、数年間、金利は歴史的な低水準に維持され、投資家は利回りを追い求めました。不動産セクターや公益セクターなどを理にかなっていない水準まで買い上げました。当時、これらのセクターをアンダーウェイトしていたことが、私どもの相対パフォーマンスにマイナスに寄与しました。しかし、金利が上昇している現在は、金利敏感銘柄は低迷し、指数(ベンチマーク)のパフォーマンスを圧迫しています。指数に占める不動産セクターと公益セクターの割合が高くなっていることがパッシブ・バリュー運用の投資家の痛手になっていることは特筆すべきです。一方、私どもは、ファンダメンタルズが良好でバリュエーションに魅力があると考えるエネルギーなどのセクターをポジティブにみえています。

**2018年年初来、エネルギーセクターのリターンは良好です。これは持続するでしょうか？**

▶ **Toney:** そう思います。しかし、原油価格とエネルギー・セクターは、本質的にボラティリティが高い傾向があることを認識しておくべきでしょう。米国のイランに対する制裁再開やベネズエラの国営石油会社を巡る混乱などの直近の地政学的ニュースを受けて、原油価格およびエネルギー・セクターの株価が急騰しました。しかし、本来予想が難しい世界政治の性質を考えると、資本収益率が改善していることと、2017年に見られた記録的な水準と比べると多くのエネルギー企業の収益性が見劣りすると考えられることが、現在のエネルギー・セクターへの投資判断材料になっています。

今年の回復は、運用チームが保有するエネルギー銘柄の株価を大幅に押し上げ、私どもは一部を売却して利益を確定しました。リスク・リターンが引き続き魅力ある水準であることから、保有を減らした後も私どものポートフォリオは全般にこのセクターをオーバーウェイトしています。エネルギー・セクターのアウトパフォームが続けば、厳選して売却し利益を確定する予定です。株価が下がりリスク・リターンが同水準か、より魅力的になった場合は、好機を見計らって買い増すこともあります。

## エネルギー価格上昇のダウンサイドは何でしょうか？

- ▶ **Creveling:** 小売や旅行など、消費者や経済活動一般に関連するセクターや、運送や航空など原油価格が直接影響するセクターにおいて収益が圧迫されることが考えられます。現在の価格レンジにおいて何が最も重要かを見極めながらこれらのインパクトを注視してまいります。

地域的には、原油純輸入国である欧州や日本により影響があると考えられます。新興国においては、南アフリカやインドなどの原油純輸入国は原油価格上昇の影響は避けられませんが、一方でロシアやサウジアラビアなどの原油純輸出国にとってはプラスになります。

## グロース株とバリュー株の観点からエネルギーを検討しましたが、Gregはどのような投資機会があると考えますか？

- ▶ **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:** 良好なファンダメンタルズによってアウトパフォームしたITセクターを引き続きポジティブにみています。最近の四半期では、大型株企業はどのセクターでも最良の業績を発表しています。FANGs (Facebook、Amazon、Netflix及び Googleの親会社であるAlphabet) のみならず、半導体や資本設備などを含む関連セクターにもパフォーマンスが波及しています。これは、クラウド・コンピューティングやAI、自動運転自動車、ディスプレイ・テクノロジーへの資本投資に起因しています。

同時に、最近発表された大型合併が資本支出の増加やフリー・キャッシュ・フローの減少、バリュエーションの低下、利益マージンの低下を招く可能性があるため、再び競争が激化している通信セクターにはより慎重になっています。産業グループによってファンダメンタルズにばらつきのある素材セクターをアンダーウェイトしています。消費者の需要動向に敏感で、再編や汎用化学部門を切り離すことによってビジネスポートフォリオを改善できる化学セクターの一部の企業をポジティブにみています。農業関連セクターは、トウモロコシの価格競争が激しい環境において価値を付加できることを示すことが求められます。包装・梱包セクターは最終顧客市場が低迷しており、金属セクターは新興国諸国における企業の設備投資縮小を考えると、あまり魅力的ではありません。

## 2018年の春は、米国で法人及び個人の税制改革が行われてから2度目の企業業績発表シーズンでした。減税の効果について、企業の経営陣の発表ではどのようなことを聞きましたか？

- ▶ **Creveling:** 米国企業、米国でビジネスを行っている米国外企業共に、法人税減税の効果が聞かれました。これらの企業は、自社や従業員に還元したり、資本支出を増やしたり、増配、自社株買いなどを行っています。グローバル企業や多国籍の大型株企業と比較して相対的に税負担が多い米国の地方銀行や小型株企業は減税の恩恵を最も大きく受けています。私どもは、米国の消費者を対象にビジネスを行う企業に投資しています。個人の所得税減税の恩恵で消費・経済活動が高まることが予想されるためです。



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

---

「FANGのみならず、半導体や資本設備を含む関連セクターにもITセクターの堅調なパフォーマンスが波及しています。」

---

# グローバル・エクイティ

## Kevinのチームでは、税制改革をどのように捉えていますか？

- ▶ **Toney:** 特定の競合環境において、企業やセクターが新税制からどのような恩恵を受け、どのように対応するかを分析してきました。例えば、減税は競争の激化につながるかも知れません。また、減税効果がセクター全体に均等に配分されれば、減税効果は結果的に消えてしまうかも知れません。ある企業は価格を下げたり、顧客対応やサービスを向上させたり、より高い人件費を費やしたり、施設をアップグレードしたり、キャパシティを増強したりする可能性があります。または増配を行ったり自社株買いを行ったりするかも知れません。こういった企業行動を必ずしも査定はしませんが、行動のインパクトがフェアバリューとダウンサイド・リスクにどのように影響するかは分析します。

米国の病院運営ビジネスを行っているHCA Healthcareはよい例です。法人税率が35%から25%へ引き下げられ、2018年は5億ドルの利益をもたらしました。しかし、経営陣は、年初に2020年にかけて設備投資を30%程度増加させる計画を発表しました。税率の引き下げは、税金控除の相当部分を増配や自社株買いよりも、将来のビジネスチャンスに投資することを奨励したようです。これらの重要な経営判断は、私どもがこの企業の適正株価とダウンサイド・リスクを分析するのに役立ちました。この例では、例外的な恩恵を実現したにもかかわらずHCAのフリー・キャッシュ・フローと私どもの適正株価分析はほぼ変わりませんでした。

## 貿易交渉は激しい対立が続いています。これについてどう考えますか？

- ▶ **Creveling:** 世界的な貿易戦争の行く末を予測することは、不可能ではないにしろ、困難です。ニュースは日々変わり、合理的な脅威と交渉戦術を区別するのが難しくなっています。私どもは引き続き状況を注視していますが、全面貿易戦争になった場合も明確な勝者は現れそうにありません。

米国と中国の関税紛争の第一ラウンドは製鉄セクターが対象です。投資している企業の多くは、電動工具や産業機械、飛行機などの製品の原材料に鉄鋼を使用しているため、私どもはこの紛争の成り行きを注視しています。企業の経営陣とのミーティングにおいて、多くの企業は短期間における鉄鋼価格の上昇をヘッジしていることを確認しました。原材料価格を発端としたインフレ圧力が高まるなか、私どもは、売上高への影響を最小限に抑えながらも原価の上昇を最終顧客に転嫁することができる、価格決定力のある企業を選好しています。この関税紛争を米国の製鉄・アルミ企業と同じようには切り抜けられない可能性がある米国外の同業企業への直接投資は行っていません。

## こういった市場トレンドは新興国市場見通しにどのように影響しているでしょうか？

- ▶ **Creveling:** 米国債の利回り上昇と米ドル高が最近の新興国株式市場の下落をもたらしました。しかし、多くの新興国は過去よりも米ドル高に耐えるようになっていると私どもは考えています。新興国の経済成長は非常に良好で、経常収支も改善し、インフレは中央銀行が掲げる目標水準に近くなっています。インフレの落ち着きが鍵になっています。現地通貨が弱いことから、新興国の経済成長を妨げるような政策を中央銀行がとることはないと考えられます。とはいうものの、現地通貨が大幅に売られているアルゼンチンやブラジル、トルコには懸念を感じています。

一方、米国・中国間の貿易紛争に投資家は不安を感じており、多くの投資家は中国への投資ポジションを減らしています。この紛争は中国全体の経済には殆ど影響がないとみられ、差し迫った減速の兆候はみられません。このため、私どもは中国に対するポジティブな見通しを変えていません。

世界のGDP成長が持続していることは、私どもの新興国株式市場の見通しが引き続きポジティブな理由のひとつです。新興国と先進国の成長率の差は新興国にとって有利です。企業業績見通しは引き続き堅調で、バリュエーションは妥当な水準です。しかし、もしも構造的に成長率が低い時期があった場合、新興国株式市場のボラティリティが高まり、新興国株式指数のリターンは影響を受けると考えられます。新興国市場間のリターンの格差も拡大する可能性があります。

## Vinod、MSCI新興国市場指数に中国A株が加わったことにはどんな意義がありますか？

- ▶ **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:** この展開は、中国の経済と金融システムにおける現在進行中の改革の一環と捉えるべきと考えています。中国本土の主要株式指数が組み入れられたことは、中国が過去10年間にわたって行ってきた国外投資家に対する金融市場開放の進展が認識されたことを意味しています。

また、中国経済の深さと幅が増していることを反映したものです。中国経済は世界第二位の規模で、中国株式市場の規模も世界第二位です。中国A株がより広範な市場指数に含まれたことで、中国以外の投資家が、成長しつつある中国市場の成長と多様化の可能性を活用できる重要な機会をもたらします。しかし、中国への投資に特有の複雑さとリスクに注意する必要があります。様々な規制のハードルをみれば、無数の株式クラスと中国企業の上場にかかる数知れない規約が存在することがお分かりになると思います。

## あなたはグロース株とバリュー株の両方にわたるコア・エクイティポートフォリオの配分をしていますね。この2つはどのような関係にありますか？

- ▶ **Chandrashekaran:** グロース株は引き続き、過去と比べて割高に見えます。ラッセル1000グロース株指数とラッセル1000バリュー株指数をグロース株とバリュー株の指標として用いると、2017年中の二者のパフォーマンスの乖離は95パーセントに位置することがわかります。つまり、アウトパフォーマンスに続く12か月間にさらに著しいアウトパフォーマンスがみられたのは全例の5%以下に過ぎない、ということです。ボラティリティ水準が上昇した2018年においてもグロース株は引き続きバリュー株をアウトパフォームしていますが、その差は小さいものとなっています。

私どもの分析から言えることは、際立ったファクターのアウトパフォーマンスの後には往々にして大幅な調整が起こる、ということです。過去の例を分析しますと、グロース株とバリュー株の差が90パーセント以上の場合、その後続く12か月間にグロース株はバリュー株を平均で5.2%アンダーパフォームしました。もちろん、この反転が起こるか否か、起こるとしたらいつか、を予測することはできません。グリーンズパン元FRB議長が1996年12月の講演で「根拠なき熱狂」と発言したことは有名ですが、ハイテク株バブルが崩壊したのは2000年3月だったことを思い起こしてみてください。

このような理由から、グロース株かバリュー株のどちらかに偏って投資するのではなく、この2つを含めて多様なファクターに投資することを検討してみたいかがでしょうか？そうすることにより、相関関係がない様々なファクターに分散投資することで、長期で見たリスク調整後のリターンを改善できると考えられます。

## Greg、締めくくりの言葉をお願いします。このような環境におけるアクティブ運用から投資家はどのようなことを期待できるでしょうか？

- ▶ **Woodhams:** 金利上昇や貿易摩擦、コモディティ価格の変動などが市場のボラティリティの復活と同時に起こっています。市場のボラティリティがより正常なレベルに戻ったことは、個別銘柄選択によって超過収益の獲得を目指しているアクティブ運用のマネジャーに有利だと思います。個別銘柄間のパフォーマンスの差も関係してきます。より大きなパフォーマンス格差とより高いボラティリティは、個別銘柄選択をベースとした戦略により良い投資機会をもたらす、パッシブ運用よりもアクティブ運用のマネジャーに有利であると考えられます。



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

「リスクを管理し収益の最大化を目指しつつ中国の成長から利益を得るには、アクティブ運用アプローチが最良の機会をもたらす可能性があります。」

# 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

「著しいインフレ上昇がなければ、米国金利は今後数カ月の間にピークに達し、その後はレンジ内で推移すると私どもは考えています。」

**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:** 2018年の年初来、米国の金利は徐々に上昇しており、最近、10年国債の利回りがここ4年で初めて3%を超えました。フィクスト・インカム・チームでは、このトレンドが続くと考えていますか？

▶ **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:** 2015年12月以来、FRBは金融政策を徐々に引き締めており、2年以上にわたって米国の金利は徐々に正常化の道を辿っています。米国の税制改革の効果と、米国及び世界の経済成長の改善を背景に、2018年前半にはその速度が増しました。同時に、2017年中ごろまでインフレは落ち着いており、それ以降はやや上昇する傾向にあります。著しいインフレ上昇がなければ、金利は今後数カ月の間にピークに達し、その後はレンジ内で推移すると私どもは考えています。特に、米国債の利回りについては、10年債は2.95%~3.25%、2年債は2.45%~3.00%のレンジ内の推移を予想しています。

**FRBは明らかに欧州や日本の中央銀行とは異なる政策をとっていますね。中央銀行の政策が同じ方向に向かう可能性はありますか？**

▶ **MacEwen:** 欧州と日本の中央銀行が緩和的な政策を維持する一方、FRBは正常化を図ると考えられるので、中央銀行間の金融政策や金利、インフレはそれぞれ異なる方向へ向かうと思います。

今年初め、ECBはFRB同様に金利正常化に向かうかのように見えました。ECBは債券購入を減らすテーパリングを1月に開始し、9月に債券購入プログラムの終了を目指していました。しかし、その後、欧州の経済成長が減速する兆しが見えました。この展開に加えて、イタリアの政局混乱や貿易摩擦の可能性が浮上したことから、ECBが同プログラムを9月以降も延長する可能性が高まりました。

一方、欧州の主要政策金利は0%のままで、コア・インフレ率はECBが目標とする2%をはるかに下回っています。日本の経済成長は鈍化しておりインフレ率は先ごろ1%以下に低下したことから、日本銀行が景気刺激策を巻き戻す兆候はみられません。2017年11月にインフレ率が3%を超えた英国は例外で、イングランド銀行(BOE)は10年ぶりに利上げを行いました。しかしその後は、金利は0.5%に維持されており、インフレ率は2018年4月に2.4%へ低下しました。

**米国債利回りが安定していることと米ドル安が、過去数年間にわたって新興国債券市場を押し上げてきました。金利が上昇し米ドルが反発していることを、新興国債券市場に投資している投資家は懸念すべきでしょうか？**

▶ **MacEwen:** 米ドル高は主に、世界各国の中央銀行の政策の方向性が一致していないことを反映しています。FRBが金融引き締めを続ける一方で、他の中央銀行は慎重で、緩和的姿勢を維持していることが米ドル高につながっています。以前の米ドル高時と異なり、多くの新興国諸国経済が為替市場から受ける影響に適應できるようになっていると考えられます。

もちろん、経常赤字が多いアルゼンチンやトルコなどのような例外はあります。現地通貨への下方圧力が増し、外貨建て債務の借入コストが増加することから、米国の金利上昇や米ドル高の局面では多額の経常赤字はネガティブ要因です。トルコとアルゼンチンはそれぞれGDPの5%を超える経常赤字を抱え、2桁のインフレ率となっており、これは、2013年にFRBがテーパリングを行った時の波乱を受けて経常赤字に対してより慎重になった他の新興国と比較して著しく高い水準です。

Cleo、今年は株式市場でも債券市場でもボラティリティの上昇がみられます。オルタナティブは株式市場のボラティリティに対するヘッジと考えられることが多いようですが、債券ポートフォリオのヘッジにもオルタナティブを検討すべきでしょうか？

- ▶ **Cleo Chang、ヘッド・オブ・インベストメント・ソリューションズ:** はい、オルタナティブを検討すべきだと思います。金利上昇とインフレ上昇は債券投資家が直面している重要な課題のひとつです。金利とインフレが著しく上昇するとは予想していませんが、伝統的な債券の長期的なリターンを支えてきた歴史的に低い金利とインフレ水準という背景が、変わりつつあります。これらのリスクを回避するため、伝統的な債券のパフォーマンスとは相関性のないオルタナティブ債券投資を検討する必要があるかもしれません。

バンク・ローンやCLO(ローン担保証券)、ABS(資産担保証券)などが、専門的な知識・分析やデューデリジェンスが欠かせない、ニッチな見過ごされた債券市場の分野です。これらの証券は一般に伝統的な債券よりもデュレーションが短く、利回りは金利の実勢にあわせて変動します。これらの特徴は、金利とインフレの上昇による影響から伝統的な債券ポートフォリオをヘッジするのに役立つと考えられます。



CLEO CHANG  
ヘッド・オブ・インベストメント・ソリューションズ

---

「バンク・ローンやCLO(ローン担保証券)、ABS(資産担保証券)などが、金利とインフレの上昇による影響から伝統的な債券ポートフォリオをヘッジするのに役立つと考えられます。」

---

# グローバル・フィクスト・インカム

## 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

米国国債	▼	今後12カ月間における、モーゲージやその他の貸出金利の指標である米国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。もしも、インフレが予想以上の速さで上昇した場合は、利回りはこのレンジの上限に近付くことが考えられます。反対に、世界の貿易摩擦や、イタリアやその他の国の政局問題などのリスクのため米国債への「質への逃避」が起こる可能性もあり、その場合はレンジの下限に至ることが考えられます。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、より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	▲	過去平均と比較して市場の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す。このため、インフレをヘッジできる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	▲	モーゲージバック証券等の証券化商品は、米国債やその他の高格付け債よりも高い利回りが見込めると考えます。金利が上昇する環境にあるため、実勢に合わせて利回りが変動する変動利付債や、デュレーションが長い証券よりも金利の変化に対して価格の変化が小さい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。米国社債は過去の平均と比較して割高であると考えられるため、私どもは米国債のオーバーウェイトを減らして中立にしました。一部のハイ・イールド債には投資魅力があると見ていますが、私どもは引き続きハイ・イールド債の最もリスクの高い部分を避けています。
米国地方債	■	経済指標の改善を背景に、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債、及び病院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	▼	欧州中央銀行は欧州国債の利回りを通常よりも低く維持しており、相対的な魅力に乏しい水準となっています。しかし、欧州の経済成長率は一般に良好で、インフレと金利は上昇すると考えています。この環境下、私どもは欧州国債をアンダーウェイトし、利回りとインフレ状況がより魅力的な一部の欧州新興国債への投資を増やしています。
欧州社債	●	特に銀行と保険を中心に、金融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銘柄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。世界の貿易政策と、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

**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:**あなたは、短期の戦術ポートフォリオと、長期の退職金ポートフォリオの両方を運用していますね。短期、長期それぞれの株式市場の見方はどのようなものですか？

▶ **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:** 利回りの上昇は短期的には債券やキャッシュをより魅力ある投資にみせます。しかし、最近の株式市場の急落と良好な企業業績は、株式益利回りとバリュエーションにプラスに働きます。この結果、どの投資も特に魅力的ではなくなり、そのため、株式/債券/キャッシュの比率を中立に維持しています。

地域別では、相対的なバリュエーションと金利の変動のため、米国株式市場よりもアジアと欧州の先進国株式市場を選好しています。しかし、米国外の株式市場におけるボラティリティの大幅な上昇が、米国の大型株への資金シフトを促すかもしれません。しかし、現在私どもは米国以外の先進国の株式をオーバーウェイトしています。米国内では、市場や経済のモメンタム、大型株を選好するセンチメント指標から判断して、引き続き小型株よりも大型株を選好しています。最後に、最近のボラティリティの上昇やモメンタムの失速のため、このトレードの魅力が過去と比べて薄れてはいますが、私どもは引き続き長期的にバリュー株よりもグロース株をオーバーウェイトしています。

今後数年間の見通しについていえば、私どもは株式についてより慎重です。経済サイクルにおいて、失業率の低さと数年後の株式のリターンへの低さには高い相関性があります。低い失業率は強い雇用市場を意味し、経済成長のピークや金利とインフレの上昇とも関係しますから、これは理にかなったことです。このため、私どもは、退職している或いは退職が近づいている投資家のポートフォリオにおいては株式比率を若干アンダーウェイトしています。これらの投資家は残高が多く資金の取り崩しを行っているため、市場の下落が特に痛手になります。しかし貯蓄のゴールまでにまだ時間があり、積み立てを行っている若い投資家の口座では、株式比率を高く維持することが理にかなっています。

## 最近の株式市場と債券市場におけるボラティリティに投資家はどのように対応すべきでしょうか？

▶ **Weiss:** 私どものモットーは「単純に、または反射的に押し目を拾うな」です。今後の3年間、5年間、10年間は過去の3年間、5年間、10年間と同じではないと考えるからです。金融危機後の10年間にみられたような極端な金融・財政状況は今日では存在しません。

当時は金利が記録的に低い水準にありました。現在は、FRBがバランスシートを縮小し、短期金利を引き上げ、米国10年債の利回りは過去数年で最も高い水準にあります。当時はデフレと景気後退が懸念されていました。現在、私たちは歴史上最も長く続いている景気拡大サイクルのひとつの中にあり、賃金インフレの可能性が懸念されています。当時は株式が劇的な急落から回復しつつありました。現在、株式市場は過去最高の水準近辺にあります。

一方的に上昇する市場で最も有効な資産配分や戦略は、ボラティリティが高く、資産クラス内でも資産クラス間でもリターンにばらつきがみられる不安定な市場においては最も有効な戦略ではない、と言えるでしょう。しかし、人々は習慣で行動するもので、習慣的に押し目で買い、既に状況が変わっているにもかかわらず、過去10年間でうまくいった戦略を追求するのです。

株価が下がった、または債券利回りが上がったからといって、それは自動的に「買い」ということではありません。最適な戦略は、投資家のポートフォリオ全体とその投資家固有の金融状況を考慮して決定されるべきです。退職や投資目的のゴールが近い投資家向けの答えは、ゴールまで20年かそれ以上ある投資家にとって適切な答えとは異なります。

最後に、ボラティリティやリスクの後手に回って反応するのは賢明ではありません。むしろ、ポートフォリオは、地政学的ショックまたは金融ショックを受ける前に、適切なリスクレベルにあわせて配分されているべきです。もしそうではないなら、戦略をそれに応じて調整する必要があります。



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

「相対的なバリュエーションと金利の変動のため、米国株式市場よりもアジアと欧州の先進国株式市場を選好しています。しかし、米国外の株式市場におけるボラティリティの大幅な上昇が、米国の大型株への資金シフトを促すかもしれません。」

# マルチアセット戦略

「今後の3年間、5年間、10年間は過去の3年間、5年間、10年間とは同じではありませんので、単純に又は反射的に押し目を買わないことをお勧めします。」

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

あなたのコメントのテーマは、総合的な状況を勘案することが重要であって、投資判断はそこから独立してなされるべきではない、ということですね。

▶ **Weiss:** はっきりさせる必要があるのですが、長期的な投資の成功の最も重要な決定要因は、投資家の貯蓄率です。貯蓄がなければ、それをベースとして実行される資産配分や取引戦略はありません。妥当な貯蓄率、それから資産収益率、そして資産配分(つまり株式、債券、キャッシュの組み合わせ)が、投資成果を左右する重要な役目を果たします。貯蓄と投資の計画を立て、それに従って行動することが、より望ましい投資成果を出すための最良の方法だと考えます。

そうです、総合的な状況を勘案することが重要です。そして、どのようにしてゴールを達成するか、ということを念頭に置くべきです。そうすれば市場でボラティリティが急変したとしても、困難な選択を迫られたり不確定要素を前に呆然としたりすることはありません。計画を立てることと自分のニーズと金融状況を把握することで、ポートフォリオのリスクを軽減し、値上がりした資産を売り、値下がりした資産を買いリバランスの正しいタイミングを適切に判断できます。

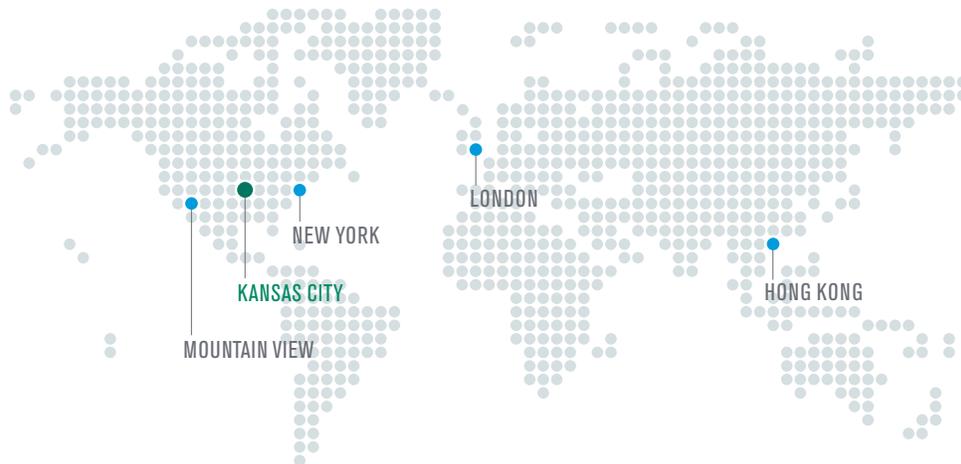
このように投資家が投資目標とリスク許容度に基づいてコアのポジションを構築する投資アプローチは、単純な「押し目買い」や恐怖心から売却することと比較して、はるかに優れた投資手法と言えるでしょう。

# 主要論点

## 2018年7-9月CIOラウンドテーブル:「ノーマル」な正常化

- ▶ 金利の上昇や貿易摩擦、エネルギー価格の上昇によってボラティリティが高い環境では、アクティブ運用の強みが発揮されると考えています。
- ▶ 金利は今後数ヶ月の間にピークに達し、米国10年国債の利回りは2.95%~3.25%のレンジに留まると予想しています。
- ▶ 私どものマルチアセット運用モデルでは引き続きバリュー株よりもグロース株を選好していますが、その魅力は薄れつつあります。市場や経済のモメンタム、大型株を選好するセンチメント指標から判断して引き続き小型株よりも大型株を選好しています。
- ▶ 金利上昇の恩恵を受ける米国内の地方銀行と米国外の銀行及び保険会社に注目しています。
- ▶ 今は、長期間にわたって歴史的な低水準に維持されていた金利の恩恵を受けていた不動産セクターや公益セクターに過剰に投資を行う時期ではないと考えています。パッシブ・バリュー運用の投資家は、これらの割高なセクターへの大きな資産配分によって、痛手を受けているかもしれません。
- ▶ コモディティ価格が上昇していることや、技術の発達で生産性が向上していること、資本収益率が改善していることから、エネルギー・セクターは引き続き魅力があります。
- ▶ 小売や旅行など消費者行動に関連したセクターや、運送や航空などエネルギー価格が直接影響するセクターには、エネルギー価格の上昇は向かい風になることが考えられます。
- ▶ FANGのみならず、半導体や資本設備を含む関連セクターでも堅調なパフォーマンスがみられ、ITセクターは引き続き魅力があると考えます。
- ▶ 直近の業績発表をみると、多国籍の大型株企業と比較して相対的に税負担が多い米国の地方銀行や小型株企業が減税の恩恵を最も大きく受けていることがわかります。
- ▶ 関係国間の貿易摩擦がどこまでエスカレートするかについては不透明ですが、全面貿易戦争になった場合も明確な勝者は現れそうにありません。
- ▶ 私どもの新興国株式市場に対する見通しは引き続きポジティブです。米国債の利回り上昇と米ドル高が最近の新興国株式市場の下落をもたらしましたが、多くの新興国は過去と比較して米ドル高に耐えうるようになってきていると私どもは考えています。
- ▶ 中国A株は、世界第二位の規模の中国経済の成長と多様化の可能性を活用できる機会をもたらし、極めて複雑でリスクも高いこの新興国市場への投資にはアクティブ運用アプローチが理にかなっています。

# American Century Investments®



1958  
BUSINESS FOUNDED

OUR SOLE FOCUS IS INVESTMENT MANAGEMENT

178 **INVESTMENT PROFESSIONALS**  
TOTAL as of 3/31/2018.



19 **YEARS OF EXPERIENCE**  
AVERAGE as of 3/31/2018.

INVESTMENT CAPABILITIES

Global Growth Equity	Global Value Equity	Disciplined Equity	Global Fixed Income	Multi-Asset Strategies	Alternatives
----------------------	---------------------	--------------------	---------------------	------------------------	--------------

\$171b  
ASSETS UNDER MANAGEMENT  
as of 3/31/2018.

## 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.*

### 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, 4<sup>th</sup> Floor  
Suite 4345  
London, WC2E 8LH

167 Macquarie Street  
Sydney, NSW 2000



American Century  
Investments®

[americancentury.com](http://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7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