

グローバル・インテリジェンス

2018年 夏号



グローバル・インテリジェンス

2018年 夏号

市場見通し: 株式

グローバル株式	3
米国株式	6
カナダ株式	9
エマージング株式	11
アジア株式	13

市場見通し: 債券

グローバル債券	16
米国債券	18
カナダ債券	20
日本債券	22
アジア債券	24

本資料は、Manulife Asset Management (US) LLC が作成した "Global Intelligence" (2018年6月発行) より、マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社が抜粋・翻訳したものです。

グローバル株式見通し

ポール・ボイン

グローバル株式運用部門リード・ポートフォリオ・マネージャー



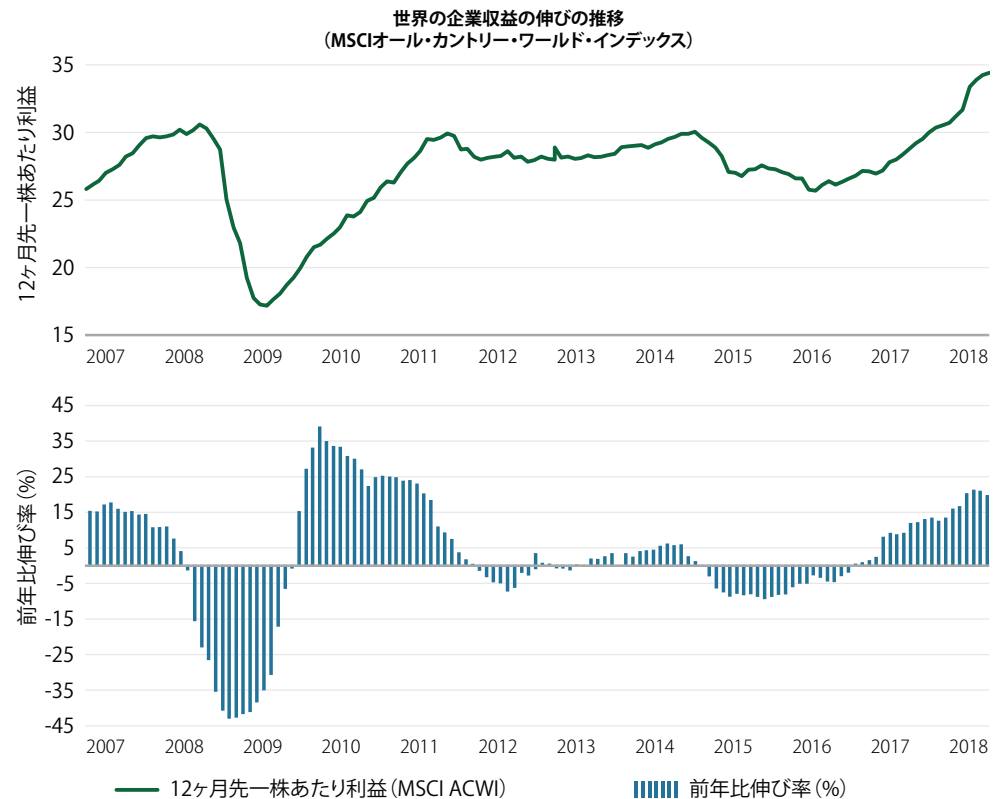
世界の経済成長がそれなりの水準を維持する中で、第1四半期の収益は好調だったが²、既に足元のバリュエーションには織り込み済み

市場概況

株式市場では、今年の2月ほどではないものの、市場の変動性（ボラティリティ）がやや高い状態が続いています。2018年1-3月期には米ドルの下落が米国外の市場にとってプラス材料となったものの、その後米ドルは若干値を戻しています。4-6月期のグローバル株式市場は緩やかながらも、上昇基調に転じました。そうした中で多くの市場で株価収益率（PER）は過去平均を大幅に上回る状態が続いており、現在のPERは2000年代初め以来の高水準となっています¹。

一般的には、堅調な企業業績は足元の株価バリュエーションの水準を十分に下支えする材料となります。世界経済が緩やかな成長を継続する中で、企業業績は拡大を続けていますが²、そのことは既に足元のバリュエーションに織り込まれています。そのため、バリュエーションが今以上に上昇する余地はない可能性があります。

企業業績は好調だが織り込み済み



出所:ブルームバーグ、2018年5月20日時点

¹ ファクトセット、2018年5月25日時点

² ファクトセット、ブルームバーグ、2018年5月23日時点



米国の金融セクターに対して強気の見方を継続

投資機会

株価バリュエーションは2月に調整したものの、高水準を維持しています。こうした環境下では、質の高い銘柄(健全な財務状態を維持し、持続可能なフリー・キャッシュフローを創出する、マネジメントが堅固な企業)に照準を絞ることが非常に重要だと考えています。特に株価バリュエーションが相対的に割安な企業に注目することが重要です。バリュエーションはアウトパフォーマンスの重要な鍵であると考えています。

当運用チームでは米国の金融セクターに対して強気の見方を維持しています。強気の見方を支えている要因は足元の金利環境ではなく、株主還元拡大が見込まれる点です。一方で、欧州の金融セクターには引き続き慎重な姿勢を維持します。欧州の金融以外のセクターでは、引き続きグローバルに事業を展開する質の高い企業を選好しています。当運用チームでは今年初めに、収益の70%以上を欧州以外の地域から得ている生活必需品セクターの大手グローバル企業への投資を行いました。同社は、エマージング市場の成長分野であるホーム・ケアおよびパーソナル・ケア事業への進出の足掛かりを築くことに成功(売上増加を実現)したことにより、同業他社に対して優位なポジションを築いています。また、欧州の大手建設資材企業にも投資を行いました。この企業は成長性、利益率、健全な需給バランス、といった点から広く魅力的とみなされている北米市場において確固たる地位を築いています。しかしながら、現時点の株価には北米事業の価値が反映されておらず、単なる欧州の建材企業としての評価にとどまっていることから、バリュエーション上の妙味が生じています。



公益セクターについては、バリュエーションが高水準であることから、弱気な見方を継続

リスク・シナリオ

当運用チームでは、株価バリュエーションおよび企業債務が高水準にある点が金融市場の最大のリスクと考えています。米連邦準備制度理事会(FRB)がタカ派的姿勢を強める中での一段の金利上昇が、株式市場にとってリスクとなる恐れがあります。このことは特に負債比率の高い企業にとっては大きなリスクとなります。こうした背景から、投資機会の評価に際しては債務水準を銘柄選別の一つの基準とすることが賢明であると考えています。

企業の債務が積み上がり、足元では憂慮すべき水準にまで達しています。IMFが昨年、企業債務増大に警告を発した後、今年に入ってから格付機関のスタンダード・アンド・プアーズが、金融引締めが次のデフォルト・サイクルの引き金になりかねないとの警告を発しています³。一方、5月にフランスの規制当局は、過去最高水準に達している国内大手銀行によるフランス企業の社債へのエクスポージャーを制限する措置を講じました⁴。

また、EU残留を巡ってイタリアの態度が揺れ動いていることもリスク要因と考えられます。

³ ブルームバーグ: [S&P Warns High Corporate Debt Could Trigger Next Default Cycle](#), 2018年2月5日

⁴ ロイター: [France Sets Limit for Bank Exposure to Corporate Debt](#), 2018年5月11日



注目ポイント

グローバル経済について楽観的な見通しを示唆する経済指標の発表が続く可能性はあるが、中国と米国の貿易交渉（NAFTAは言うまでもなく）の行方が見通せないことなど逆風となりうる要因も潜む

グローバル経済について楽観的な見通しを示唆する経済指標の発表が続く可能性はありますが、中国と米国の貿易交渉（NAFTAは言うまでもなく）の行方が見通せないことなど逆風となりうる要因も潜んでいます。今秋に予定されている米国中間選挙に向けてはさらに不透明感が高まる可能性もあります。

さらに、世界各国の中央銀行が世界金融危機への対応策として導入した異例の金融政策ですが、その正常化に向けた取り組みはまだ道半ばである点にも留意する必要があります。資本市場はこの先予想外に難しい局面に直面し、ボラティリティが上昇する局面が生じる可能性があると考えています。

米国株式見通し

サンディ・サンダース
米国株式運用部門シニア・ポートフォリオ・マネージャー



市場概況

消費者は完全雇用の状態にあり、賃金は上昇し、住宅ローン費用をはじめとする家計債務は過去10年で最低水準にあり、消費者のバランスシートは健全

2018年5月時点で、現在の景気回復・拡大局面は1961年2月から1969年12月まで106ヶ月続いた回復・拡大局面と肩を並べ、米国史上2番目の長さになりました。市場では、今回の回復・拡大局面が終盤に差し掛かっており、弱気相場の予兆がないかどうかを確認すべき時期が来ているのではないかとこの見方が優勢です。一方、当運用チームは、企業ファンダメンタルズを重視しており、現状、特段の懸念は見られません。

米国経済は極めて健全であり、さらなる拡大余地があると考えられますが、こうした考えの背景にあるのは以下の3点です。

1. 銀行は健全な状態にあります。世界金融危機後、銀行は徹底した資本増強を行い、ここ30年程度で見て、最も健全な状態にあると考えられます。さらに議会は5月に、負担の大きいドッド・フランク法の規制緩和を承認しました¹。また、米国銀行は、米連邦準備制度理事会(FRB)のストレステスト(CCAR)を終え、健全性のお墨付きを得て、十分な資本のもと、経済を牽引する態勢が整っていると考えられます。
2. 米国の新規住宅着工件数は現在、100万戸をわずかに上回っています。長期的な平均は150万戸で、2007年には300万戸に達しました。したがって、過去のピークと比較すると、潜在的な需要が積みあがっており、かなりの増加余地があると考えられます。特に、現在、完全雇用状態にある「ミレニアル世代」が、主な牽引役になると思われます²。最新の世帯形成統計では、金融危機以降初めて、賃貸よりも購入を選択する消費者が多いことが示されています²。
3. 消費者は完全雇用の状態にあり、賃金は上昇し、住宅ローン費用をはじめとする家計債務は過去10年で最低水準にあり、消費者のバランスシートは健全です³。当然のことながら、このことは、企業景況感にも好影響を与えています。2018年1-3月期のS&P500種指数構成企業の設備投資は16%増加し、6年ぶりの力強い伸びとなりました⁴。米国企業は、貿易戦争や世界経済の不透明感に伴うリスクと、力強い消費者信頼感や企業景況感を比較考慮して設備投資を行うことになるため、当運用チームは、設備投資動向がどのように展開していくかを注視しています。



投資機会

企業は生産性を向上させるための投資を行い、労働力の代替とすることが必要であり、テクノロジー企業はこうした動向の恩恵を最も大きく受けるものと思われる

当運用チームは、5年から15年の様々なキャッシュフロー分析に基づいて企業の本質的価値を算出していますが、それらの中には、魅力的なグロースおよびバリュー銘柄が数多くあります。テクノロジー関連銘柄や資本財・サービスセクターの銘柄が、これに該当していると思われます。米国は基本的に完全雇用の状態にあるため、企業は生産性を向上させるための投資を行い、労働力の代替とすることが必要であると考えています。テクノロジー企業はこうした動向の恩恵を最も大きく受けるものと思われます。

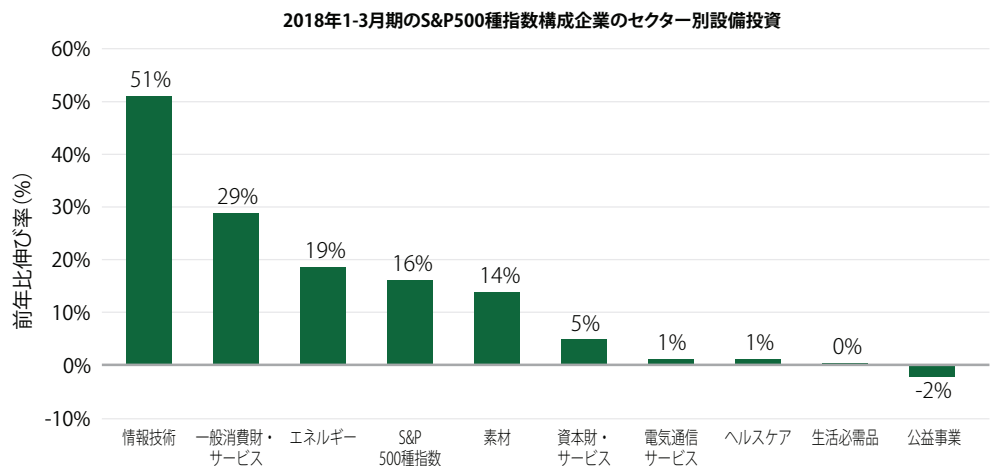
¹ ニューヨーク・タイムズ：Congress Approved First Big Dodd Frank Rollback, 2018年5月22日

² CNBC：Housing Starts Total 1.319 Million in March, vs 1.262 Million Starts Expected, 2018年4月17日

³ セントルイス連邦準備銀行, 2018年3月8日時点

⁴ FRB, ユーロスタット, 2018年5月25日時点

情報技術セクターは2009年に回復局面に転じて以降、着実な設備投資を行ってきましたが、最近、その傾向が加速しています。下図では、2018年1-3月期の設備投資について、情報技術セクターが前年比51%増と最も高い伸び率を示しており、その投資先は、クラウド投資、システム改善、不動産、データ・センターおよび海底ケーブルなどの分野となっています。同セクターは大きく上昇しましたが、現段階では銘柄を選別することが有益であり、このセクターでシェアを獲得できるような競争優位性を持つ銘柄に注目しています。一方、業種別の景気サイクルを見ると、資本財・サービスセクターが回復局面の初期段階にあります。受注増加、資金の本国還流および新たな税制が総合的にこれらの企業の設備投資を加速させ、その製品の需要増大につながる可能性があると考えています。



出所：FRB、ユーロスタット、メリウス・リサーチ、2018年5月25日時点

前述した強気の見通しにもかかわらず、銀行株式のパフォーマンスはまちまちの結果となっています。これは現在の市場に広がる懐疑的見方の表れであり、全く意外というわけではないと考えられます。「中間選挙の年」は、一般的に市場の変動性が高まりますが、2018年も同様です。貿易摩擦リスク、金利上昇リスク、イランや北朝鮮をめぐる地政学的リスクの高まりが、より一層不安定な環境をもたらしています。しかし、銀行セクターには、大きな可能性があると考えられます。規制環境は改善され、自己資本利益率(ROE)は上昇し、財務状態は健全さを維持しています。さらに、不良債権比率は低く、自己資本の充実も期待されます。中国は金融市場開放政策を打ち出しており、多くの大手金融機関に成長機会が生じる可能性があります。

当運用チームは、好調な個人消費に支えられた一般消費財・サービスセクターに対する強気の見方を維持します。幅広いレクリエーション用車両を製造するある企業では、2018年1-3月期に売上高が大幅に増加しました。個人消費は依然として過熱感はなく、米国経済の成長ペースとそれに伴う消費者信頼感の向上を考えると、さらに伸びる可能性があると思われます。



金利上昇リスクを注視

リスク・シナリオ

貿易関税に関する協議はほとんど相互の威嚇に過ぎないと思われるものの、貿易戦争をめぐる市場の懸念が設備投資を遅らせ、収益に影響を与える可能性があります。地政学的リスクは常にありますが、それはファンダメンタルズを悪化させるものではないため、当運用チームは、そうした雑音にあまり振り回されないようにしています。とはいえ、業界および企業レベルでの設備投資計画を注意深く見守ります。設備投資は依然として高水準にありますが、貿易戦争のリスクとそれに伴う設備投資のリターンの不確実性が一部の投資計画を制約していると考えられます。皮肉なことに、投資が遅れていることが、実際には景気回復・拡大サイクルの長期化に寄与しているのかもしれないと見られます。

また、イールドカーブと利上げペースについても懸念が見られます。当運用チームは、金利上昇リスクについて注視しています。足元の完全雇用、生産性の伸び、GDPの着実な成長に加え、インフレ率がFRBの目標水準近くにあることを総合的に勘案すると、FRBは現在の着実な利上げ政策を進めると考えられますが、金利正常化政策のペースを加速することはないと見ています。



今回の景気回復・拡大局面において、GDP成長率はまだ4%に達していないものの、今後、米国経済がより着実に拡大することを示す兆候が見られる

注目ポイント

当運用チームは、米国経済について相対的に強気の見通しを持っています。低インフレの時期には、状況はゆっくりと進みます。米国はこの7年間、低成長の環境にありました。今や長期にわたる低成長環境を脱し、より適正な水準の経済成長へと移行しています。健全な個人消費、法人税率の低下、規制緩和等が、総合的に株式に好ましい環境を形成しています。米国の経済成長が今なお加速していることを考えると、2月の調整後の市場が割高な状況にあるとは思われません。今回の景気回復・拡大局面において、GDP成長率はまだ4%に達していませんが、景気過熱リスクは限定的であり、今後、米国経済がより着実に拡大することを示す兆候が現れています。

カナダ株式見通し

パトリック・ブライス

カナダ株式運用部門シニア・ポートフォリオ・マネージャー



金利上昇をめぐる懸念が弱まれば、株式市場はファンダメンタルズの改善に好反応を示すと予想される

市場概況

2018年の年初以降、世界の経済指標は強弱まちまちの結果となっていますが、世界同時景気回復は続いているとする当運用チームの考えは変わっていません。欧州は2018年4-6月期の経済成長が低調で、予想を下回る結果となりましたが、この落ち込みは主に世界的な貿易摩擦に対する懸念や欧州の予想以上に寒冷な天候といった一時的要因によるものと考えられます。米国経済は雇用統計、賃金上昇、生産活動などいくつかの主要な指標がすべて堅調で、予想を上回る結果となりました¹。

株式に関しては、米国の2018年4-6月期の業績は好調でしたが、この好調さの要因は、法人税減税だけではないと考えています。税制改革は業績に寄与しましたが、企業収益の向上は売上高の伸びと健全な利益率の両方によるものです¹。好調な業績と株式市場のファンダメンタルズを考えると、4-6月期の株式市場が軟調になることは全く予想できないことでした。景気サイクル上、経済活動が活発化し、インフレ圧力が高まると、中央銀行は先行きのインフレを管理するために利上げを行い、債券利回りはそれを見越して上昇します。4-6月期に債券利回りは上昇し、金利上昇とバリュエーションについての懸念を背景に、投資家は株式の保有割合を削減しました。特に、1-3月期の株価が堅調であったことを考えると、良好な景気見通しを受けて債券利回りが上昇する一方で、株価が軟調になることは、当運用チームにとって想定外でした。金利上昇をめぐる懸念が弱まれば、株式市場はファンダメンタルズの改善に好反応を示すと予想されます。



資本財セクターは年初にバリュエーションが上昇したものの、2018年1-3月期の株価調整により、投資機会が生まれた

投資機会

予想を上回る原油価格の上昇は、一部のカナダの石油生産業者の好調な業績につながりました。株価は順調に推移し、今後も魅力的な投資機会を提供し続けると考えています。当運用チームがエネルギーセクターで選好する銘柄には、主に2つの共通点があり、それは、生産量減少幅が小さいこととネットバック価値が高いことです。生産量減少幅が小さい石油生産業者は、一般的にオイルサンド(露天掘りとSAGD(水蒸気を圧入する重力式排水法))業者です。この分野は、多くの他の油田事業と比較すると生産量減少率が比較的低く、当運用チームが選好する企業は一般的に生産量減少率が業界平均を大幅に下回っています。これは資本配分の点で競争優位性をもたらす、生産水準を一定に維持するためだけに多額の投資を行う必要がありません。また、ネットバック価値とは、生産コストを控除した後、会社が保持できる1バレル当たりの原油価格のことです。原油の品質が高いほど、また、企業の費用構造が低いほど、ネットバック価値は高くなるため、当運用チームは、質の高いプロジェクトを行う業者、特にオイルサンドの露天掘りおよびSAGDの事業者を選好します。

資本財セクターでは、年初にバリュエーションが上昇しましたが、1-3月期の株価調整により、同セクターに投資機会が生まれました。市場は、割高感があり、悪いニュースが出た同セクターに対して、容赦のない売りを浴びせました。

¹ データの出所はすべてブルームバーグ、2018年6月5日時点



マイナス材料となる
ニュースが相次ぎ、
NAFTA交渉をめぐって
不透明感が広がる

リスク・シナリオ

マイナス材料となるニュースが相次ぎ、北米自由貿易協定 (NAFTA) 交渉をめぐって不透明感が広がっています。しかし、現行の貿易協定はすべての当事者にとってメリットが極めて大きい
ため、現行の協定の一部修正は予想されるものの、合意は可能であると見ています。

当運用チームは、「債券代替」と広くみなされている公益事業、不動産および電気通信サービスの各
セクターに対して慎重な見方を維持します。その主な理由は、これらのセクターのバリュエー
ションが上昇しているためです。さらに、多額の配当を行っているこれらのセクターの企業の多
くは、そのための資金調達を債券市場に依存してきました。しかし、金利上昇と高い債務水準が組
み合わさることによって、これらの企業は市場変動にさらされやすくなっており、下値抵抗力も
弱くなっています。当運用チームは、通常、債務水準の高い企業を避けていますが、その理由
はより高い金利での債務借り換えを余儀なくされて財務状態が悪化する企業もあると思われる
ためです。

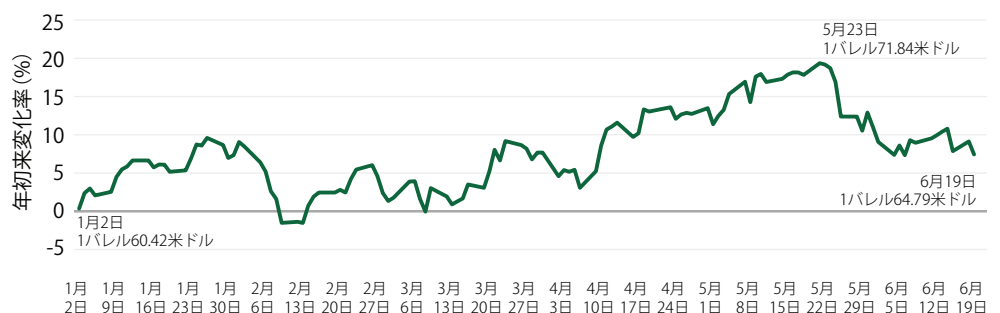


原油価格の緩やかな下落
は生産の安定化につな
がり、米国のシェール・
オイル生産業者やOPEC
加盟国に増産を踏みとど
まらせることにもつながる

注目ポイント

原油価格は予想以上に上昇したものの(詳細は下図を参照)、この価格上昇は世界的に好調な
需要、在庫の減少、「協調減産」協定が遵守されたことに支えられました。原油価格がこの水準に
とどまることは想定しておらず、価格調整は世界経済と石油会社の両方にプラスに作用する
と思われます。原油価格の緩やかな下落は生産の安定化につながり、米国のシェール・オイル
生産業者やOPEC加盟国に増産を踏みとどまらせることにもつながります。

ブレント原油価格の年初来変化率(%)



出所: マニライフ・アセット・マネジメント、ファクトセット、2018年6月19日時点

エマージング株式見通し

キャサリン・ラングリッジ

エマージング株式運用部門ヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネージャー

フィリップ・アーマン

エマージング株式運用部門 シニア・ポートフォリオ・マネージャー

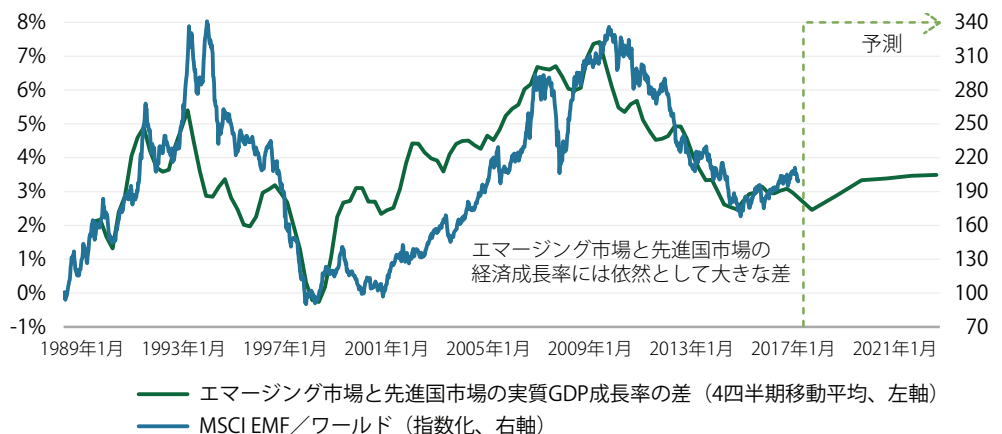


エマージング市場全体の2018年1-3月期の企業業績は概ね良好。需要増大と適切な資本配分を原動力とする収益拡大局面の初期段階にあるという当運用チームの見方を裏付ける結果に

市場概況

エマージング株式市場は、この数ヶ月間、主に米ドルの上昇が続いたことから苦戦を強いられました。ドル高の要因の1つは、10年物米国債利回りが心理的に重要な節目とされる3%を突破したこと（現在は低下していますが）に示されるように、米国金利が上昇したことです¹。米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ圧力の兆候に対応すべく利上げを継続しながら、量的緩和を段階的に正常化していることから、世界の流動性がさらに逼迫することを懸念する見方もあります。貿易不均衡は依然として続いているにもかかわらず、こうした状況が米ドルを下支えし、過去のドル高局面と同様、エマージング株式市場を下落させる要因となりました。

エマージング市場と先進国市場: GDP成長率の差と相対パフォーマンス



出所：オックスフォード・エコノミクス、IMF、MSCI、クレディ・スイス、2018年5月25日時点

しかしながら、米ドルが上昇しても、エマージング株式市場が必ずしも下落するわけではありません。新興国と先進国の経済成長率の差が拡大している局面では、まさに現在がそうした状況であると考えていますが、米ドルが上昇してもエマージング株式市場は四半期でプラスのリターンを達成してきました。重要な点は、1990年代後半と2013年の「テーパー・タントラム」の際に著しいアンダーパフォーマンスの原因となった、経常収支と貿易収支の不均衡が現時点では改善しているということです。

エマージング株式市場全体の2018年1-3月期の企業業績は概ね良好で、需要の増大と適切な資本配分を原動力とする収益拡大局面の初期段階にあるという当運用チームの見方を裏付ける結果となりました。企業業績の改善は、今後も継続すると見込まれます。

¹ ブルームバーク、2018年6月3日時点

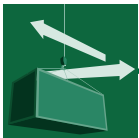


投資機会

中国株式は国外機関投資家の保有が少なく、一部の経験豊富な投資家にしか見出すことができない投資機会が豊富に存在

エマージング株式市場にとって厳しい状況下において、当運用チームではボトムアップの銘柄選別による質の高いグロース銘柄への投資を継続したことがパフォーマンスに寄与しました。1-3月期においては中国に対する強気の見方がプラスに寄与しました。足元では人民元、株価ともに下落しましたが、与信に関する新たな規制がシャドーバンキングの抑制に寄与していることを示す兆候が現れていることに加え、企業業績等のファンダメンタルズは引き続き堅調さを維持しています。中国株式は依然国外機関投資家の保有が少なく、時間をかけて市場の分析や理解に努めている一部の経験豊富な投資家にしか見出すことができない投資機会が豊富にあると考えています。当運用チームではヘルスケア・セクターを選好するとともに、国内での電子商取引の普及の恩恵が見込まれる企業に注目しています。これらの方針は台頭する中国の中間層の消費パターンの変化に基づくものです。

また、中国の金融セクターについてもポジティブな見方を持っています。制度の整備とともに保険および貯蓄商品が浸透していくことが、同セクターの成長の原動力になると見られます。銀行セクターでは、融資需要の増加と業界再編が規律ある成長につながるものと考えています。

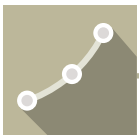


リスク・シナリオ

継続中の貿易交渉の行方は政治的要因が絡むことから見通しにくく、影響度の定量化も難しい

現在継続中の貿易交渉と米ドル高の進行がエマージング株式投資における主なリスクと考えています。前者については、政治的要因が絡むことから見通しにくく、影響度の定量化も困難です。一方で、交渉プロセスに起因する短期的な市場の調整から投資機会が生じることもあります。

米ドルに関しては、足元の上昇基調は長くは続かないと見ています。現在の上昇基調の終了あるいは反転につながりうる要因がいくつかあります。その1点目は、米国の双子の赤字の拡大です。2点目はエマージング諸国の国際収支がこの5年間に大きく改善したことです。3点目として、エマージング諸国と先進国のインフレ率の差が過去最低水準にまで縮小している点です。これらの要素が新興国通貨の名目為替レートを下支えすると考えられます²。重要なのは、エマージング諸国の経済成長が（「テーパー・タントラム」の発生した）2013年と比較してはるかに堅調で、先進国市場との差が開き始めていることです。前述したように、たとえ米ドル高が進行しても、エマージング株式市場はこうした環境下では良好なパフォーマンスを示してきました。



注目ポイント

今後12ヶ月間、米国金利上昇が想定される中でエマージング株式市場のパフォーマンスをどう考えるか

今後12ヶ月間のエマージング株式市場を見通す上では、10年物米国債利回りが再び3%を上回るような米国金利上昇を想定しなければなりません。重要なのは、多くのエマージング国経済は米国金利上昇への耐性を高めているという点です。米国金利は、米国（および世界）経済の成長に対する楽観的な見通しを背景に上昇しています。こうした状況では、エマージング株式市場のなかでも対外債務が少なく、クレジット・サイクルが初期段階にある市場が、世界貿易の拡大（アジア）、コモディティ価格の上昇（中南米、アフリカ、中東、ロシア）等の要因によって堅調に推移すると考えられます。経常収支が逼迫し、貿易競争力に欠ける状況が続いている地域など例外はありますが、当運用チームではそれらの地域については魅力的な投資対象とは考えていません。

² クレディ・スイス、2018年5月25日時点

アジア株式見通し

ロナルド・CC・チャン

アジア株式運用部門（除く日本株式）チーフ・インベストメント・オフィサー



アジア地域の2018年の
企業収益は、引き続き
好調

市場概況

アジア（除く日本）の株式市場は、米ドルが上昇したにもかかわらず、本稿執筆時点（2018年6月5日）において、2018年4-6月期および年初来で見て、ともに小幅上昇しています¹。しかし、詳しく見ると、4-6月期のリターンがプラスとなっている株式市場はインドと香港のみで、中国（上海）、韓国、台湾および東南アジア諸国の多くの株式市場は軒並み下落しています²。

株式市場が比較的低迷している一方で、アジア地域の2018年の企業収益は、引き続き好調です。アジア（除く日本）の通期の企業収益は、現時点で2018年に13%増、2019年に12%増と予想されています。時価総額でアジア地域最大の株式市場を有する中国の2018年の企業収益は23%の増益が見込まれ、域内で最も高い増益率を維持しています³。



いくつかの逆風はあるものの、堅調な中国経済やアジア企業の好調な業績など強固なファンダメンタルズを背景に、アジア株式のさらなる上昇が見込まれる

投資機会

アジア株式市場は、2017年は好調でしたが、2018年に入ってから、企業収益が2桁の伸びを示しているにもかかわらず、軟調な展開を見せています。

その背景には、いくつかの要因があります。1つは、2018年になって増益率がやや減速していることです。つまり、高いベース効果が2018年下期に影響を与える可能性があります。世界のマクロ経済環境の変化も重要な要因です。アジアはこの数年間、世界同時景気拡大、低金利、潤沢な流動性が組み合わさった適温経済を謳歌してきましたが、世界経済の成長見通しに格差が生じており（欧州は成長が減速）、利上げと流動性縮小に踏み切る中央銀行もあります。実際に、一部の市場ではマクロ要因が追い風から逆風に变化しており、主に以下の3点がアジアに影響を及ぼしています。

- 米ドル高: 米ドルは4月中旬以降、上昇しています⁴。これは東南アジアをはじめとするエマージング市場に対して重石となっています。
- 原油価格の上昇: プレント原油価格は年初来で約13%上昇しています⁴。原油価格の上昇はアジアの一部の国にとってはプラス材料ですが、石油純輸入国である韓国やインドのような規模の大きい市場にとっては打撃となります。
- 貿易の構造的変化: 貿易増加のGDP成長に対する寄与度が低下しています⁵。これは、特にアジアにおいて、GDP成長率に対する輸出の重要性が低下していることを意味します。

¹ ブルームバーグ、2017年12月31日から2018年6月5日、米ドルベースのリターン。MSCI ACアジア・パシフィック（日本を除く）インデックスは2018年3月末比で1.58%、年初来で0.57%上昇しました。

² ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメントが算出、2018年3月31日から2018年6月5日、米ドルベースのリターン。ハンセン指数は3.34%上昇、S&P BSE SENSEX指数は2.75%上昇、FTSEブルサ・マレーシアKLCI指数は8.26%下落、フィリピン総合指数は3.9%下落、CSI300指数は2.87%下落、ジャカルタ総合指数は2.71%下落、台湾加権指数は0.76%下落しました。

³ ファクトセット、I/B/E/S、MSCI、Worldscope、2018年5月3日時点

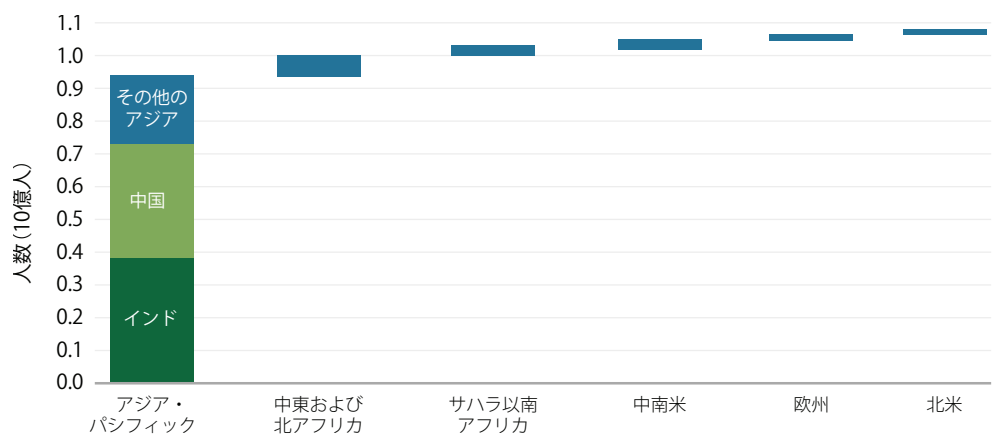
⁴ ブルームバーグ、2018年6月5日時点

⁵ Auboin, MおよびF Borino(2017年)、“The falling elasticity of global trade to economic activity: Testing the demand channel”, WTO Working Paper ERSD-2017-09

こうした逆風はあるものの、堅調な中国経済や、アジア企業の好調な業績など強固なファンダメンタルズを背景に、アジア株式はさらなる上昇が見込まれます。特に、投資機会はアジア地域の国内消費に移行しています。この分野の投資機会には、アジア域内の豊かな経済的多様性と中間所得層の台頭が反映されています(下図を参照)。

例えば、個人消費がGDP成長のほぼ70%を占め⁶、その割合が増加している中国では、様々なカテゴリーの消費が存在しています。中国の大都市では、消費の成長分野が高級品から低価格品へと移行しており、高級品の消費は続いているものの、伸び率は低下しています。低価格品の消費を牽引する要因として、白物家電や生活必需品の支出を増加させる中間所得層の初期段階にある消費者が増加していることが挙げられます。この点は、インドにも当てはまります。一方、高級品の消費はインフレ率の上昇にあまり左右されない富裕層の間で伸びています。東南アジアの中ではインドネシアでこの傾向が顕著です。

アジアにおける中間所得層の台頭(2015年～2022年の中間所得層の地域別の増加予想内訳)

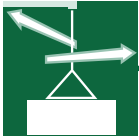


出所：ブルッキングス研究所、2017年2月

投資家は、アジア域内で拡大しつつある国内個人消費をテーマとした様々な分野に投資することができます。当運用チームは、意識の高い中間所得層による次世代への投資が見込まれることと、人口高齢化が進んでいることを背景に、中国の教育およびヘルスケア関連銘柄に強気の見通しを持っています。

最後に、インドやインドネシアの銀行セクターにも、一定の投資妙味があると考えています。同セクターは地域の金利上昇に伴う利益率の上昇の恩恵を受けると考えられますが、一方で、債務水準の高いセクターは問題に直面する可能性があります。

⁶ 中国国家统计局、2018年4月14日時点、消費は小売売上高で表しています。



リスク・シナリオ

世界的な貿易摩擦

全面的な「貿易戦争」は基本シナリオではないものの、報復措置の応酬が続く貿易戦争へゆっくりと進むシナリオは、悪影響を及ぼす可能性がある

世界的な貿易摩擦は依然として、アジア株式にとってリスクです。6月初旬、米国は、一時的に適用を除外してきた欧州連合（EU）、カナダ、メキシコに対してアルミニウムおよび鉄鋼輸入製品への追加関税を発動し、これに対して各国は報復措置を発表しています。また、米国と中国は2度の貿易交渉を経た後も、まだ合意に達していません。全面的な「貿易戦争」は、当運用チームの基本シナリオではありませんが、報復措置の応酬が続く貿易戦争へゆっくりと進むシナリオは、悪影響を及ぼす可能性があります。特に、アジア域内で拡大している中国のサプライ・チェーンで重要な役割を果たしているアジアの輸出業者はマイナスの影響を受けるものと思われます。



注目ポイント

米ドルの推移

4月半ば以降、米ドル高を受けてアジア株式市場は下落

通常、米ドルの上昇は、エマージング市場にとってマイナス要因となります。4月半ば以降、米ドル高を受けてアジア株式市場は下落しています。特に、東南アジアが大きく影響を受けています。

いくつかの逆風に直面しているものの、当運用チームは、引き続き、インドネシアをはじめとしたアジア市場に強気の見通しを持っています。インドネシアについては、市場では実施が予定されている地方選挙に伴う市場のボラティリティの高まりや中央政府による大衆迎合主義的な政策導入の可能性についての警戒感がありますが、バリュエーションが魅力的な水準にあると見ているため、マクロの観点から強気の見通しを持っています。タイのプラユット首相が来年2月までに総選挙を実施することを発表したことから、同国も政権交代の可能性がある東南アジア諸国の1つです⁷。東南アジアで多くの国が通貨下落の阻止とインフレ抑制のために利上げに踏み切る中、当運用チームは2018年下期のアジア株式市場の展開に影響を与える重要な要因として米ドルの動向を注視しています。

⁷ ロイター：Thai PM Now Says Election to be held No Later Than February 2019、2018年2月27日

グローバル債券見通し

ダニエル・ジャニス

グローバル・マルチ・セクター債券運用部門ヘッド

トーマス・ゴギンズ

グローバル・マルチ・セクター債券運用部門シニア・ポートフォリオ・マネージャー



市場に不透明感が生じたことで、中央銀行の政策行動への期待感も弱まっている

市場概況

2018年1-3月期と比べると市場の信頼感は後退し、欧州の経済指標は予想を下回る結果となり世界経済の「同時成長」について懐疑的な見方が広がったため、この数ヶ月間は不透明感が高まりました。貿易をめぐる米国と中国の対立、米国大統領と北朝鮮との気まぐれな首脳会談、そしてイタリアの政治危機に関するニュース報道に悩まされ、市場心理が悪化するものも無理はありません。その結果として、ボラティリティが上昇しています。

一般的には、当運用チームでは引き続き強気に見ています。米国経済は引き続き堅調に成長し、グローバル労働市場は概ね逼迫した状況が続く、2018年1-3月期の企業収益は良好でした。足元の欧州経済指標に景気減速の兆候が現れていることに注意する必要があるものの、それが長期的な景気減速の前触れなのか、単なる一時的な下落なのかは不透明です。

市場に不透明感が生じたことで、中央銀行の政策行動への期待感も弱まっています。例えば、欧州中央銀行は量的金融緩和を年末まで継続し、10-12月期の債券購入額を月額150億ユーロに縮小すると発表しましたが、金利を少なくとも2019年夏まで据え置くと述べ、市場にサプライズを与える結果となりました¹。同様に黒田東彦日銀総裁は、現時点で金融緩和の出口について論議することは時期尚早であると述べ、金融緩和策を継続する決意を示しました²。しかし、金利は上昇基調が続く環境にあると当運用チームは考えています。



エマージング市場については、慎重な見方を維持し、選択的に投資。バリュエーションが魅力的であっても強固なファンダメンタルズ、健全な利回り、潤沢な流動性が必要

投資機会

不透明感が高いマクロ環境の下、当運用チームは引き続きクレジット面ではディフェンシブなスタンスを選好します。当運用チームは米ドルに対して中長期的に弱含むとの見通しを持っていることから、米国以外の投資機会を積極的に追求しています。米ドルは一時的な要因によって短期的に押し上げられる可能性はあるものの、長期的なファンダメンタルズ（双子の赤字の拡大等）は依然として米ドルの下落を示唆していると思われます。

興味深いことに、足元のドル高進行と米国国債利回り上昇を受けて、エマージング市場は下落しました。投資家の懸念はアルゼンチンやトルコといった特定の国に集中していますが、その影響は波及してエマージング市場の債務問題全体に及び、バリュエーションに乖離が生じています。こうした一時的なボラティリティ上昇に伴い投資機会が生じることもありますが、今は犠牲を払って利回りを追求する時期ではないと考えています。エマージング市場については、慎重な見方を維持し、選択的な投資を継続します。バリュエーションが魅力的であっても強固なファンダメンタルズ、健全な利回り、潤沢な流動性が伴わなければなりません。コロンビアとインドネシアはこの基準に合致する国の例であると見ています。

¹ 欧州中央銀行：Press Release - Monetary Policy Decision, 2018年6月14日

² ジャパン・ニュース：BOJ Far from Realizing Exit Strategy for Monetary Easing, 2018年6月16日

エマージング市場以外では、証券化商品の投資機会を引き続き追求します。また、当運用チームでは、バンクローンのポジションを保有しています。バンクローンは変動金利エクスポージャーのため、利回りを犠牲にすることなく、金利上昇への耐性を有するポートフォリオを構築することが可能となります。



リスク・シナリオ

短期的には、地政学的リスクや世界的な保護貿易主義の高まりが、世界経済にとって更なる圧力となる恐れ

金利上昇リスクは、債券投資家が常に警戒する大きなリスクです。中央銀行の政策動向には不透明感が強まっていますが、中長期的には金利引き上げの方向に進むと見ています。ただし、短期的には地政学的リスクや世界的な保護貿易主義の高まりが、世界経済にとって更なる圧力となる恐れがあります。そうなれば金利、信用スプレッド、通貨のボラティリティが上昇し、債券市場の流動性を低下させる可能性があります。



注目ポイント

債券市場の流動性は当運用チームにとって常に最重要テーマのひとつ

債券市場の流動性は当運用チームにとって常に最重要テーマのひとつです。ここ数年、このテーマが金融関連報道のトップ記事になることはほとんどなくなりましたが、リスクが消滅したわけではありません。不透明感が続く中、むしろその逆であると当運用チームでは考えています。米政権が関連する金融規制を緩和した場合、投資銀行が債券市場に流動性を供給する役割を再び担う可能性がある(それによって、懸念される流動性の問題が緩和される)と考える市場参加者もいますが、いつそうした状況になるのか、また、より重要なこととして、投資銀行自体が再びそうした役割を積極的に担う意思があるのかどうかについては不透明であると考えます。

米国債券見通し

ハワード・グリーン
米国債券運用部門ヘッド



市場概況



直近の経済指標を見ると、まだ景気後退を懸念する段階にはないと考えられる

金利上昇、イールドカーブのフラット化、コモディティ価格の上昇に直面し、2018年上期は、債券投資家にとって不安のつきない期間でした。

米国債券市場では以下の2点に注目が集まっています。

- 米国10年物国債利回りは上昇し、心理的な節目とされる3%を超えた水準にとどまるのか
- 米連邦準備制度理事会 (FRB) の利上げ継続に伴い、近い将来、景気後退の前兆と考えられるイールドカーブの逆イールド化¹が生じるのか

ここでは、いくつかの視点が重要と考えます。

FRBが十分なアナウンスを行って進めている金利正常化の流れの中で、市場参加者が米国10年物国債利回りについて3%の水準を超えることを予期していると考えるのは妥当です。結局のところ、FRBは現在の利上げサイクルを2年半前に開始しており、金利が以前よりも上昇していることは周知の事実です。

しかし、逆イールド化の可能性については、細心の注意を払わなければならない問題です。短期借入コストが長期借入コストを上回った場合、実際に資金調達に問題が生じます。歴史的に見ると、米国で過去60年間に発生した景気後退では、必ず事前に逆イールド化が生じていたことも事実です²。したがって、投資家がこの点を懸念するのも無理はありません。

しかしながら、直近の経済指標を見ると、まだ景気後退を懸念する段階にはないことがわかります。米国経済は、引き続き着実なペースで成長しており、インフレ期待は高まっています³。これは、イールドカーブをスティープ化させる可能性のある要因です。より重要なこととして、FRBは金利正常化を重視しているものの、それはFRBの唯一の使命、すなわち目的ではありません。FRBは経済動向の変化に対応して、必要に応じて見直しを変更し、金融政策の先行きについて、示していた指針を撤回する可能性が常にあります。

投資機会



投資適格債やハイイールド債への投資にあたっては、特にリスク・リターン特性を重視した銘柄選定を行い、デュレーションの短期化を図る予定

足元の市場の調整を受けて、債券のバリュエーションは3ヶ月前よりも健全な水準となっています。特に、投資適格債とハイイールド債はその傾向が顕著で、当運用チームはこれらに機動的に対応してきました。しかし、利上げ局面にあることを考えると、リスクをいくらか減らしておくことが妥当であると考えます。この観点から、投資適格債やハイイールド債への投資にあたっては、特にリスク・リターン特性を重視した銘柄選定を行い、デュレーションの短期化を図る予定です。

¹ 逆イールド化とは、長期債の利回りが短期債の利回りを下回る状態を意味し、異例の状況で、一般的には景気後退につながると言われています。

² サンフランシスコ連邦準備銀行：Economic Forecasts with the Yield Curve, 2018年3月5日

³ ブルームバーグ、2018年5月18日時点

当運用チームは、政府機関モーゲージ債にも割安感があると見ています。FRBは量的金融緩和策の縮小に伴う当資産のポジションの削減を継続していますが、この資産クラスはバリュエーションが適正で、資産の質が高く、流動性が極めて高いことから、ポジションを積み増すことのできる有効な手段となります。異なるクーポンの銘柄選択からも、付加的なリターンを得ることが可能です。

セクターについては、引き続き、金融を 선호します。当運用チームが見るかぎり、金融機関のバランスシートは健全です。エネルギーセクターの銘柄にも、投資妙味があると考えています。エネルギー価格の上昇と生産性の向上が、同セクターを十分に下支えすることは明白です。



リスク・シナリオ

米国の企業部門では、ここ数年間で負債が急増しており、全般的な債務水準の注視が必要

FRBが利上げ局面に入ると、その影響はスプレッドの拡大や、米ドルの上昇などの事象として現れます。ここ数年は、米ドル建て新興国債券の上昇が見られました⁴。足元のドル高が新興国経済の基盤を揺るがすのかどうかは、まだ明らかではありませんが、注視する意味はあります。これとは別に、FRBによる利上げと米ドルの大幅な上昇を受けて、米国債に対する海外需要は減少しています⁵。特に、金利差の拡大によって外国人投資家が為替リスクをヘッジするコストが上昇しています。

米国の企業部門ではここ数年間で負債が急増しており、全般的な債務水準を注視する必要があります。黄色信号を示す兆候が現れ始めており、トリプルB格債（ジャンク債の1つ上の格付）が投資適格社債の47%近くを占め、過去最高となっています⁶。現在、利上げ局面にあることを考えると、これは望ましい兆候ではありません。

セクターについては、消費財と生活必需品に対する慎重な見方を維持します。バリュエーションの観点から見て、リスクに見合う十分なリターンは期待できません。



注目ポイント

米国と中国の間で進行している貿易摩擦は、最終的な着地点が見えず、投資家は関連ニュースに翻弄されている様子

米国と中国の間で進行している貿易摩擦は、お互いに牽制し合っていることから、最終的にどう進展するのか予想がつかません。投資家は、頻繁に関連（ときに相反する）ニュースに翻弄されている様子です。両国間の交渉が深刻な結末に終わった場合、世界経済はスタグフレーションに陥りかねません。先頃のイタリアの選挙結果や、主に新興国で予定されている選挙も、様々な形で市場にマイナスの影響を及ぼす恐れがあります。こうした要因から、現時点においては、やや慎重な姿勢をとる必要があると考えます。

⁴ FT : How Long can Emerging Market Debt Continue to Shine?, 2018年1月28日

⁵ ウォール・ストリート・ジャーナル : [Growing Concern -Foreign Investors Loses Some Hunger for US Debt](#), 2018年4月30日

⁶ ウォール・ストリート・ジャーナル : [Triple B Supremacy in Bonds Draws IMF Attention](#), 2017年10月12日

カナダ債券見通し

テリー・カー

カナダ債券運用部門チーフ・インベストメント・オフィサー



カナダ銀行(BoC)が、大方の予想に反してタカ派的な政策を講じた1年前と比較すると、利回りは既に大幅に上昇しており、リスクは後退していると思われる

市場概況

2月に市場のボラティリティが高まる局面がありましたが、現在は落ち着きを取り戻しています。しかし、債券市場では依然として「リスクオフ」と「リスクオン」の双方の見解が存在しています。「リスクオフ」の見解は、金融引締めはまだ始まったばかりの段階で、今後も何度かの追加利上げが見込まれ、景気を減速させる可能性があるというものです。一方、「リスクオン」の見解は、当運用チームの考えにより近く、利上げサイクルはかなり進展しているため、今後、投資機会の出現が見込まれるというものです。

カナダ銀行(BoC)が、大方の予想に反してタカ派的な政策を講じた1年前と比較すると、利回りは既に大幅に上昇しており、リスクは後退していると考えられます。とはいえ、金利は過去の水準と比較すると低水準にとどまっています。市場の大きな関心事は、「ピークの金利」に向かって進む中で、どの時点で利上げが成長の妨げとなり始めるか、不動産や社債市場などの伝統的な「リスクオン」資産にどのような影響が及ぶか、という点です。

中央銀行の政策に関しては、米連邦準備制度理事会(FRB)は、FOMC参加者の政策金利見通しである「ドット・プロット」の中央値通りの政策を進め、年内に利上げをさらに2回行うと見られます。カナダ銀行は今年1月に利上げを実施しましたが、年内にあと1回利上げを行うと予想します。ただし、貿易摩擦が解消されない限り、カナダ銀行が年内に3回目の利上げを行うことはないと思っています。

過去にも言及したことがありますが¹、カナダ経済にとってのリスクが顕在化しつつあります。この3ヶ月では、不動産、最低賃金の引き上げ、NAFTA、貿易関税、そして直近ではカナダの競争力に関する懸念といったリスクへの注目度がやや高まっています。昨年末、米国で税制改革が行われたため、カナダはもはや米国と比較して税率の低い国ではなくなりました²。当然のことながら、企業を誘致するカナダの魅力は低下しています。

この数ヶ月、市場はオンタリオ州議会選挙の結果を注意深く見守ってきました。カナダのGDPへの寄与度が最も高い³オンタリオ州は、世界で最も債務水準が高い地方自治体という特徴も併せ持っています⁴。州政府の財政赤字は、抑制措置を講じなければ、さらに拡大する可能性があるという懸念がカナダ・ドルの上値を抑えています。オンタリオ州議会では、進歩保守党が政権を握り、財政改革に対する市場の期待を反映して、スプレッドは若干縮小しました。

¹ マニユライフ・アセット・マネジメント: [Global Intelligence -Canadian Fixed Income](#), 2018年4月3日

² EY: [How US Tax Reform Will Affect Canada's Competitiveness](#), 2018年1月1日

³ カナダ統計局, 2017年11月

⁴ ナショナル・ポスト: [How Crushing is Ontario's \\$312 Billion Debt?](#), 2018年3月22日



投資機会

社債に対する強気の見通しを維持するものの、利上げ局面にあることを勘案すれば、慎重に対応することが賢明と考える

当運用チームは、質が高く、流動性に優れた長期社債に投資妙味があると考えています。特に、生命保険会社に対し、高リスク資産への投資に見合った自己資本の積み増しを義務付ける、新たなLICAT(生命保険会社の自己資本規制)⁵に対応して、生命保険会社がポートフォリオの改善を図ることが予想されることから、こうした銘柄への需要が増大する可能性があります。

当運用チームは、引き続き社債を強気に見ています。しかし、利上げ局面にあることを勘案すると、慎重に対応することが賢明であると思われます。ボラティリティが上昇し、投資機会が現れるときに備えておくことが必要であると考えます。



リスク・シナリオ

依然として、パイプラインの輸送力問題がエネルギーセクターの回復の障害となっており、同セクターへの慎重な見通しを維持

依然として、パイプラインの輸送力問題がエネルギーセクターの回復の障害となっていることから、当運用チームは、引き続き同セクターに慎重な見通しを持っています。カナダ政府は、パイプライン拡張プロジェクトを支援するため、キンダー・モーガン社のトランス・マウンテン・パイプラインの買収を決定しましたが、環境保護者はこれに対して猛抗議しており、州レベルで政治的混迷に直面しています。カナダのエネルギーセクターが足元の原油価格上昇による恩恵を受けていないのは、主にこの問題のためです。当プロジェクトをめぐるブリティッシュコロンビア州とアルバータ州との間の長期にわたる確執は、このセクターのクレジット・スプレッドにマイナスの影響を与えています。



注目ポイント

トランス・マウンテン・パイプラインの国有化決定により、カナダのビジネス環境についての懸念が浮上

トランス・マウンテン・パイプラインの国有化決定は特筆すべき事項です。経済的に重要で政府の認可を受けたインフラ・プロジェクトから民間企業が撤退したという事実は、カナダでのビジネス環境について深刻な懸念をもたらしており、今後の展開を注視する必要があります。

⁵ LICATの詳細については金融機関監督官局(OSFI)の[ウェブサイト](#)をご覧ください。

日本債券見通し

長藤 徹志

マニュライフ・アセット・マネジメント株式会社
債券運用部 シニア・ポートフォリオ・マネージャー



日本経済は2018年度を通じて堅調な伸びを維持する見通し

市場概況

日本経済の成長ペースはやや鈍化しています。インフレ率の上昇に対して賃金の上昇が弱く、消費が抑制されていると考えられますが、弊社ではこうした調整は短期的なものに留まり、日本経済は年度を通じて堅調な伸びを維持すると見ています。米国をはじめとする日本の主要貿易相手国の経済成長率は堅調に推移しており、海外需要の回復が見込まれます。国内需要に関しても、2020年の東京オリンピック関連投資が雇用を支えると見ています。

日本銀行(日銀)が2016年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の下で長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、以下YCC)を行っていることから、長期金利(10年物国債利回り)は狭いレンジの中で安定的に推移しています。2017年は概ね0.0%から+0.1%の範囲でした¹。当面、同金融政策が維持されると見込まれることから、長期金利はレンジ内での横ばい推移を想定します。



保険会社や一部の事業会社がハイブリッド債を発行しているが、発行体の信用力を勘案すると、これらのハイブリッド債は相対的に魅力的

投資機会

YCCによって10年国債利回りが安定的に推移すると思われるため、弊社では10-20年の国債に投資してキャリー収益とロールダウン効果を狙うことをコアの金利戦略としています。10年未満の年限では概ねネガティブ・キャリーであり、イールドカーブの形状がフラットなことからロールダウン効果も小さくなります。一方、20年超の年限ではキャリー収益は若干高めとなりますが、イールドカーブの形状が比較的緩やかでロールダウン効果が限定的です。また、20年超の年限では金利上昇に対するクッションが小さいこと等リスク対比のリターンが低いと思われます。以上から、弊社では10-20年の年限を选好し、この年限の債券を中心にポートフォリオを構築しています。

クレジット戦略においても、YCCによって10年国債利回りが安定的に推移することは極めて重要です。YCCの下では日銀が長短金利を操作するため、国債利回りが大きなマイナスとなる可能性は低下し、社債に投資することで安定的にキャリー収益とロールダウン収益を享受できる可能性が高まりました。弊社では事業債全般をオーバーウェイトしていますが、とくに利息繰延条項付劣後債等のハイブリッド債に投資妙味があると考えています。ハイブリッド債は、支払順位が劣後することや債券の構造が複雑なことから、普通社債と比較してクレジット・スプレッドが厚くなります。保険会社や一部の事業会社がハイブリッド債を発行していますが、発行体の信用力を勘案すると、これらのハイブリッド債は相対的に魅力的と考えています。普通社債のなかでは、電力・通信・金融などのセクターに重点を置いています。

¹ ブルームバーク、2017年12月末時点



リスク・シナリオ

米国における金融引締めとドル金利の上昇に伴い、ドル高が新興国経済に及ぼすマイナス影響が顕在化しないかどうか注意を払う必要

日本経済は2018年も底堅い推移を続けられると思われます。グローバル経済も同様に堅調な推移が見込まれ、FRB(米連邦準備制度理事会)は数回の利上げを実施する見込みです。欧州中央銀行(ECB)についても量的緩和の段階的な縮小が見込まれます。グローバルに金融引き締めが視野に入ることから、国内金利についても上昇リスクが下落リスクを上回ると捉えています。弊社のメインシナリオは日銀が当面YCCを継続するというものであり、長期金利についてはレンジ内での推移を想定しています。

社債についても、短期的にはYCCの継続を前提にクレジット・スプレッドが安定的に推移すると予測しています。一方、中長期的には経済成長サイクルは成熟期にあり、リスク・シナリオに備えるべき局面に入っていると捉えています。米国債の2年債と10年債のイールド・カーブは昨年5月の0.97%から、今年の5月には0.47%まで縮小しました²。過去、イールド・カーブがマイナスに陥った場合、その後はしばしば景気後退を招いています。ドル高が徐々に進行していることも懸念材料です。米国における金融引締めとドル金利の上昇に伴い、ドル高が新興国経済に及ぼすマイナス影響が顕在化しないかどうか注意を払う必要があります。



注目ポイント

金融政策正常化におけるどの過程で経済成長率の低下が始まるか、そして市場のボラティリティが上昇するかについて楽観はできない。日銀を中心に各主要国の中央銀行の金融政策およびそのコミュニケーションに目を配る必要

主要国・地域の中央銀行は、底堅い成長が持続するなかで、量的緩和の段階的縮小や金利引き上げなど慎重に「正常化」を進めるスタンスと思われます。日銀の「物価安定の目標」を達成するためにも、現段階での出口政策の議論は時期尚早であり、相当程度の長期にわたって緩和的な政策を維持することが必要と見られます。しかし、正常化のどの過程で経済成長率の低下が始まるか、そして市場のボラティリティが上昇するかについて楽観はできません。日銀を中心に各主要国・地域の中央銀行の金融政策、またそのコミュニケーションに目を配り、必要に応じて運用戦略を見直すことも重要と考えています。

² ブルームバーク、2018年5月末時点

アジア債券見通し

アンドレ・ペダーセン

アジア債券運用部門(除く日本債券)チーフ・インベストメント・オフィサー



市場概況

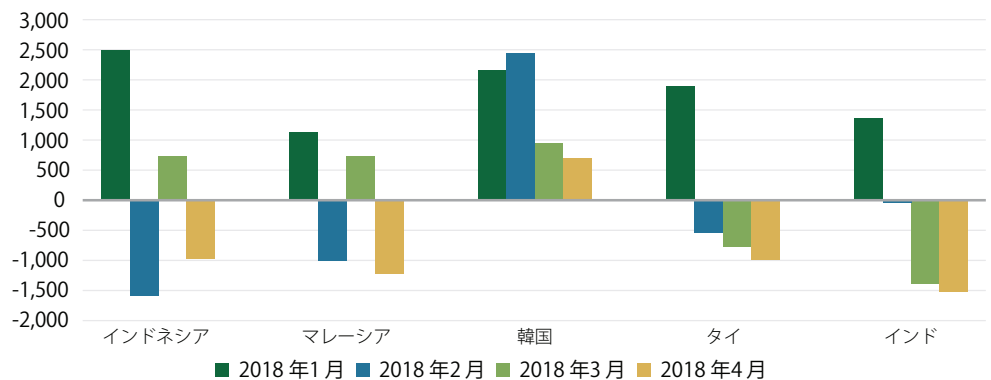


注目すべき点として、4月に10年物米国債利回りが境界線と考えられている3%を4年以上ぶりに突破しました。

第2四半期(4-6月期)のアジア債券市場は、金利上昇への期待と米ドル高を背景に厳しい展開となりました。注目すべき点として、4月に10年物米国債利回りが節目と考えられている3%を4年以上ぶりに突破しました。本稿執筆時点で、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックスとiBoxx ALBIインデックスは年初来および4月来で下落しています¹。貿易加重ベースでの米ドル上昇もアジア諸国通貨の下落圧力となり、特に東南アジア諸国通貨は打撃を受けました。

これらの要因を背景として、下図に示すように一部のアジア債券市場では資金流入の動きが4月に反転しました。特に資金流出が顕著であったのはインド、インドネシア、マレーシア、およびタイです²。

アジア債券市場:海外資金の流出入



出所: South Korea Financial Supervisory Service、インドネシア外務省、タイ債券市場協会、マレーシア国立銀行、Thomson Reuters Eikon//Gaurav Dogra/Patturaja Murugaboopathy、2018年5月15日

投資機会



投資家センチメントは変化したが、金利、クレジット、および通貨の3つのリターン源泉から魅力的な投資機会は見出し得る

アジア債券は2018年初めからリスク・プレミアムが大幅に上昇しました。スプレッドは拡大し、アジア地域間のクレジット格差が大きくなっています。「簡単なキャリー・トレード」の時期は終わり、資金流出額は増加しています。「利回り追求」のための、経済やクレジットのファンダメンタルズを無視した債券市場への投資で得られるリターンはもはやありません。しかしながら、投資家センチメントは変化したものの、金利、クレジット、および通貨の3つのリターン源泉から魅力的な投資機会は見出し得るという当運用チームの考えは今も変わりません。

¹ ブルームバーク、2018年5月29日時点。JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス(米ドル建て)は2018年4月来で0.52%、年初来で1.88%下落しました。iBoxx ALBIインデックスは2018年4月来で2.26%、年初来で1.26%下落しました。10年物米国債利回りは2018年4月25日時点で3.03%に達しました。前回、10年物米国債利回りが3%の節目を越えたのは2013年12月13日です。

² ロイター: Asian bonds see big foreign selloff in April on rising US yields、2018年5月16日

金利：この数ヶ月間に市場では金利の見直しが急速に進みましたが、FRBの金利正常化のペースは米国短期債に比較的正確に反映されています。現在のマーケット状況を考えると、ポートフォリオの平均デュレーションを見直し、必要に応じて、デュレーションを若干長期化することが賢明と言えるでしょう。

投資家がエマージング市場から資金を一部引き上げたことから、5月にインドネシア市場は下落圧力に直面しました。資金流出はすでに下落しているルピアに対する一層の下押し圧力となり、インドネシア銀行は通貨を下支えするため、2週間の間に25ベースポイント(bps)の利上げを実施しました³。インドも同様の状況に直面していますが、ルピーの下落、インフレの再燃、経常赤字の拡大によって状況はより複雑化しています。しかし、両市場とも良好な経済ファンダメンタルズと健全な財政政策を維持していることから、当運用チームは両市場に強気の見通しを持っています。このように、ボラティリティは投資機会をもたらすと考えています。

クレジット：世界的なリスクオフのセンチメントと中国国内投資家の買い意欲が減退したことを背景に、ハイイールド債をはじめとするアジアのドル建て債券の価格は調整しましたが、当運用チームでは割安な銘柄への投資機会が増加したと考えています。クレジットの銘柄選別が極めて重要であることは言うまでもありません。

中国債券市場の特定のセクターについて、特に短期債に投資機会を見出すことができると考えています。とりわけ、不動産開発セクターや、国営企業(SOE)の中でもエネルギー、資本財、公益事業セクターの企業、政策銀行の事業債に強気の見通しを持っています。2018年下期には長期債の借り換えが活発化すると見えています。また、借り換えや資金調達をオフショア市場に求める企業も増える可能性があります。一方、中国人民銀行は政策スタンスを中立に維持し、それがオンショア債券市場を引き続き下支えすると見えています。

通貨：4月半ば以降、米ドルは著しく上昇し、アジア通貨にマイナスの影響を与えました。足元の動向が7-9月期まで続いた場合、資金回帰が起こり、投資機会の生じる可能性があります。



リスク・シナリオ

イールドカーブのステイプ化

当運用チームのメイン・シナリオでは、米国のインフレ率は2018年夏にFRBの目標レンジ内でピークに達すると見えているが、インフレ率の急上昇により投資家は足元をすくわれる可能性も

短期債市場は当面の利上げ予想を織り込んでいるものの、長期的なインフレ予想は依然として低いことから、10年物米国債のイールドカーブは比較的フラットな状態を維持しています。当運用チームのメイン・シナリオでは、米国のインフレ率は2018年夏にFRBの目標レンジ内でピークに達すると見えています。インフレ率が急上昇した場合、投資家は足元をすくわれる可能性もあります。そうなった場合、アジア債券市場では価格が調整され利回りが予想以上に上昇し、ボラティリティが高まる恐れがあります。

³ 日経アジアレビュー: Bank Indonesia Raises Interest Rates for Second Time in a Month, 2018年5月30日



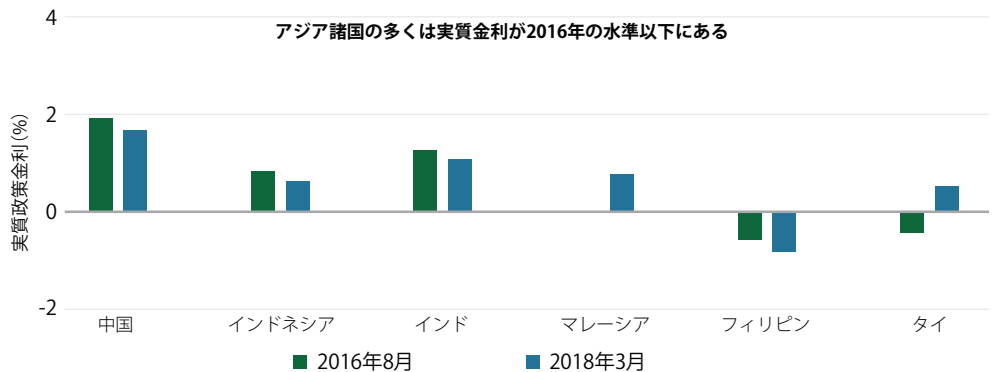
注目ポイント

アジアは依然として堅調な経済成長が見込まれ、財政規律を維持しており、外貨準備高は高水準にあることから、他のエマージング市場に比べると良好な状態にあると見ている

アジアの金融政策アプローチに注目

米ドルが再び上昇に転じたことでエマージング市場に注目が集まっています。アジアは依然として堅調な経済成長が見込まれ、財政規律を維持しており、外貨準備高は高水準にあることから、他のエマージング市場に比べると良好な状態にあると見えています。インフレ率が上昇傾向にある国もあると見えますが、他のエマージング市場と異なり、制御可能な水準にとどまっています。

アジア新興国の実質金利



出所:ブルームバーグ・ファイナンス、ヘイバー・アナリティクス、IMF、International Financial Statistics、およびIMFによる試算データ、2018年4月

アジア地域の金融政策アプローチは、バランスを保つという点で重要な役割も果たします。すでに東南アジア2ヶ国の中央銀行が5月に利上げを実施しました。インドネシアでの通貨の安定化と資金流出の阻止を目的とする利上げと、フィリピンのインフレ加速の抑制を目的とする利上げです。また、インド準備銀行は、原油価格の上昇に伴うインフレ予想再燃への対応を1つの理由として、6月初めに利上げに踏み切りました。アジア域内では名目金利が上昇基調にありますが、多くの国の実質金利は2016年の水準以下にとどまっています。これはインフレを抑制し、資金流出を防止しながら、経済成長の必要性とのバランスを図る手段として政策金利を活用する余地が残っていることを示唆しています。

ディスクレーマー

- ・当資料は、マニュライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます）が、投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、特定の投資商品の推奨を目的としたものではありません。
- ・当資料記載のデータや見通し等は、将来の運用成果等を示唆または保証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をもとに作成しておりますが、正確性、敵時性を保証するものではありません。
- ・当資料の内容およびコメントは資料作成時点における経済・市場環境等について当社の見解を記載したもので当該見解は予告なく変更される場合があります、将来の経済・市場環境の変動等を保証するものではありません。
- ・当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、参考として記載されたものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- ・各指数に関する著作権等の知的財産、その他一切の権利は、各々の開発元または公表元に帰属します。
- ・投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- ・証券会社以外でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の保護の対象になりません。
- ・投資信託のお申込みの際は、必ず最新の投資信託説明書（交付目論見書）で商品内容をご確認の上、ご自身で投資のご判断をお願いいたします。
- ・投資信託説明書（交付目論見書）につきましては、販売会社または当社までお問い合わせ下さい。
- ・当資料に関する一切の権利は、引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製はできません。

商 号：マニュライフ・アセット・マネジメント株式会社（金融商品取引業者）

登 録 番 号：関東財務局長（金商）第 433 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