

マニュライフ・アセット・マネジメント 2019年投資環境見通し

グローバル・インテリジェンス（2019年上期号）

- 農地投資
- ESG
- グローバル債券
- アジア債券
- 日本債券
- 米国株式



変化が生じる1年

現在の経済・市場状況は、投資家が2018年初めに直面した状況とは大きく異なっています。市場の変動性が回復、世界同時成長の局面は終了し、リスク回避への動きが生じています。こうした環境は、多くの投資家に期待リターンの源泉を再評価することを促しており、2019年は、「変化の年」になると思われます。

リニューアルいたしました本誌「グローバル・インテリジェンス」が、ご参考情報として、皆様のご運用の一助となりましたら幸いです。



クリストファー・コンキー、CFA
CEO兼チーフ・インベストメント・オフィサー
伝統資産部門



ステファン・ブリューイット
グローバル・ヘッド
プライベート・アセット部門

本資料は、Manulife Asset Management (US) LLC が作成した“Global Intelligence”（2019年1月発行）をもとに、マニュライフ・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。

マニュライフ・アセット・マネジメントの グローバル・アセット・アロケーション・チームの見通し

各アセットクラスに対する見通しを以下にまとめています。



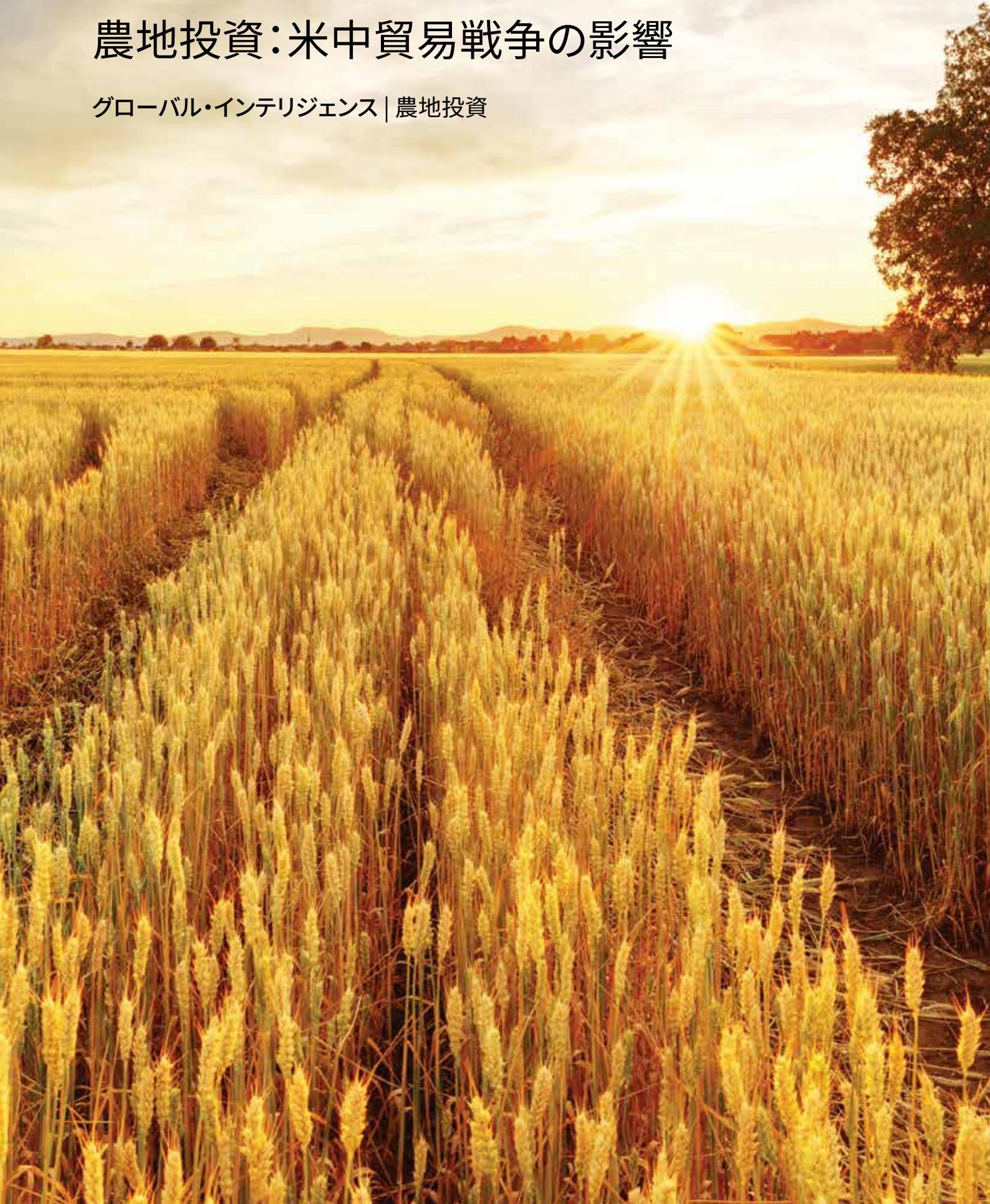
| | 弱気 | 中立 | 強気 |
|----------|----|----|----|
| グローバル株式 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| 米国株式 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| カナダ株式 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| 欧州株式 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| 日本株式 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| エマージング株式 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| アジア株式 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| 天然資源 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| グローバル債券 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| 米国債券 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| カナダ債券 | 弱気 | 中立 | 強気 |
| エマージング債券 | 弱気 | 中立 | 強気 |

出所:グローバル・アセット・アロケーション・チーム、2018年12月13日現在

各運用チームの見通しは上記と異なる場合があります。また、上記見通しは予告なく変更される場合があります。

農地投資：米中貿易戦争の影響

グローバル・インテリジェンス | 農地投資



農地投資：米中貿易戦争の影響



主なポイント

- 中国・米国間の貿易戦争は、幅広い地域にわたり従来の農作物の貿易関係を変容させています。
- 例えば、米国産大豆の中国向け輸出はほぼ停止しており、ブラジルは世界の大豆貿易における市場シェアを米国から奪う形となっています。
- 農地投資家は幅広い地域にエクスポートヤーを分散することを通じて、作物種別および輸出先・マーケットを多様化することを検討するのが賢明でしょう。

キース・バルター

ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ
エコノミック・リサーチ
ディレクター



ダニエル・セルナ

ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ
シニア・エコノミスト（農業）

2018年春以降、米国の貿易政策はパラダイムシフトを経験しており、対立的な姿勢を強めた結果、貿易障壁が拡大しています。その第一弾は、2018年3月に米国がアルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、メキシコ、EU諸国、韓国を除くすべての国からの鉄鋼（25%の関税）およびアルミニウム製品（10%の関税）に課した輸入関税でした。そして、2018年5月には、鉄鋼等関税の対象国は、カナダ、メキシコ、EU諸国を含む形に拡大されました。これらの関税への対抗措置として、農作物を含む米国の輸出品に一連の報復関税が直ちにかけられました。米国農作物に対する貿易制限のうち、中国が米国産大豆にかけた25%の関税について、その重大さと現在までの影響に着目したいと思います。2018年7月6日に実施されたこの措置は、既に農作物貿易における従来の関係を変化させ始めています。現在農地投資を行っている、もしくは検討している投資家は、その影響に注意を払う必要があります。また、分散は最大の防御になると思われます。

米国農作物に対する報復関税は一部の貿易ルートを狭める一方で、拡大するルートも

2018年の貿易障壁は、米国の農業を取り巻く市場環境が既に厳しいなかで生じました。米国農業は既に、競合する多くの農作物輸出国の通貨に対する米ドル高に苦しんでいました。特定の農作物、特に穀物類および油糧種子類は、その他の国・地域でも生産されており、多くの場合は代用可能なため、他国による代替供給の影響を極めて受けやすいと思われます。

米国の農業セクターにとって重要な貿易

米国は、2017年の農作物輸出額が1,380億米ドルと世界をリードする農作物輸出国で、これは米国の農業生産の20%以上を占めています¹。2000年から2017年までの間に、米国の農作物輸出は6.4%拡大(年率複利ベース)し、農業総生産の伸び率を上回りました¹。金額ベースの2017年の主要輸出品目は以下のとおり大豆、トウモロコシ、ナッツ類、牛肉、豚肉でした²。

米国の農畜産物輸出額のトップは大豆だった(2017年)

2017年米国主要輸出品目(農畜産物)

| 分類 | 金額 | 輸出比率 |
|--------|---------|---------|
| 大豆 | 216億米ドル | 50% |
| トウモロコシ | 91億米ドル | 21% |
| ナッツ類 | 85億米ドル | 62%–79% |
| 牛肉 | 73億米ドル | 10% |
| 豚肉 | 65億米ドル | 21% |

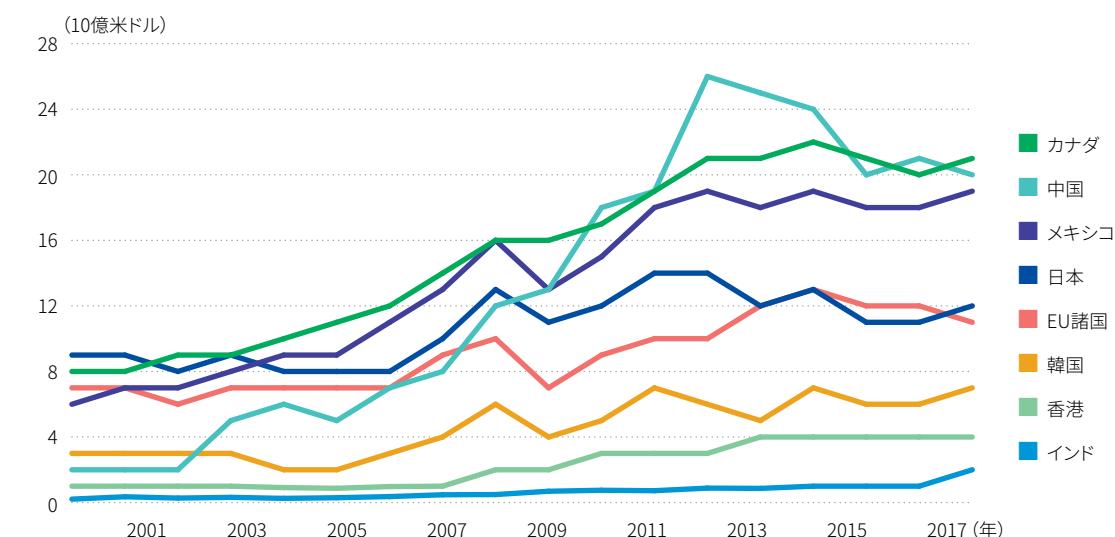
出所:米国農務省(USDA)海外農業局、2018年

米国の輸出先上位には、カナダ、中国、メキシコ、日本、EU諸国、韓国が含まれます。2018年まで中国は、1人当たりの国民所得増加と、それに伴い肉および生鮮食品の消費が増加するという食習慣の変化を反映して、米国農作物の輸出先のなかでも最速ペースで拡大していました。北米自由貿易協定(NAFTA)およびそれに代わる米国・メキシコ・カナダの3ヶ国協定の交渉は、既に多くの農作物に関して自由貿易を定めていますが、中国と米国との間で貿易協定が整備されていないことから、2018年には数千億米ドル相当の製品に関税がかけられました。

輸出額および輸出比率で見ると、大豆とナッツ類は貿易政策ショックによる影響が大きい2つの作物カテゴリーです。米国産大豆の主要市場は中国です。2017年に米国産大豆の中国向け輸出額の123億米ドルは、米国の大豆生産全体(386億米ドル)の32%³、米国産大豆輸出全体の60%を占めました⁴。ナッツ類は金額ベースでは2017年に85億米ドルと遙かに小規模ですが、重量当たりの価格は高い贅沢品です。ナッツ類の主要市場は西欧と香港で、いずれも関税の問題がありません。

米国農作物の輸出先上位に含まれるカナダ、中国、メキシコ

米国農作物輸出の増加



出所:米国農務省(USDA)海外農業局、2018年

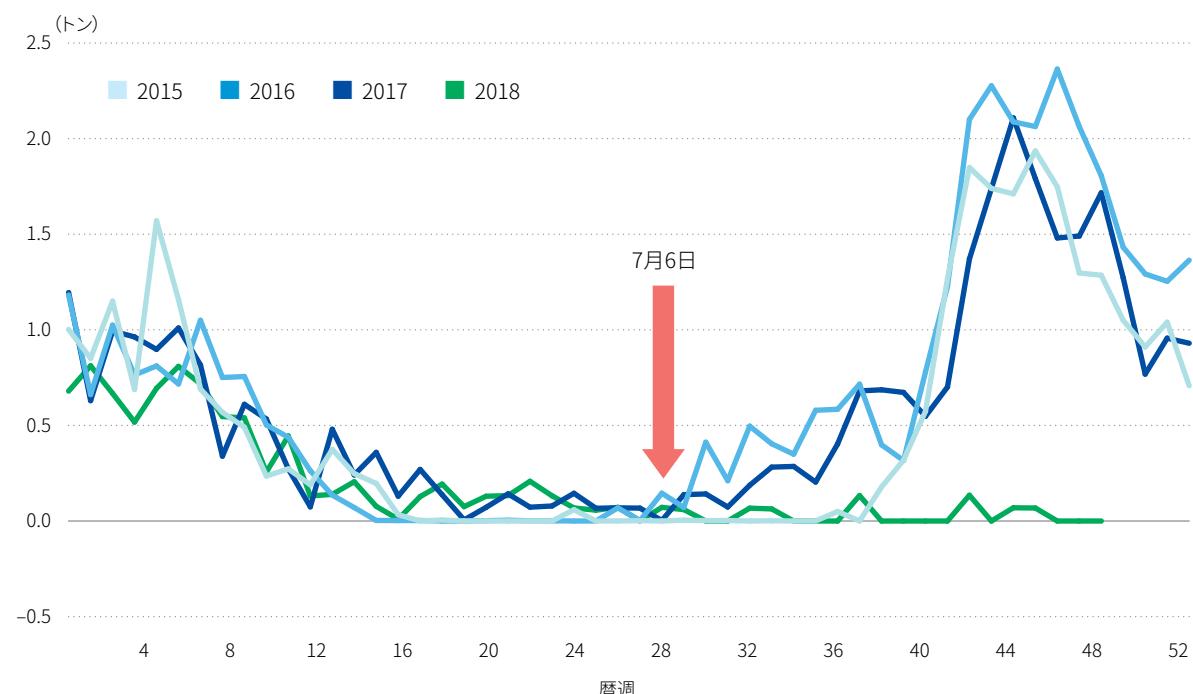
中国政府が関税を実施した2018年7月6日以降、米国産大豆の中国向け輸出はほぼ停止しています。季節的に、例年7-9月期と10-12月期の輸出が大きな割合を占めますが、2018年のデータはここ最近の傾向から大きく乖離しています。中国は自国の畜産業の成長を支えるために、既に購買行動を転換しています。中国が関税のかかる米国からの輸入に代えて、ブラジルからの輸入を増やしていることから、貿易上劇的な変化が生じています。米国畜産物に対する中国の関税により、米国の畜産物の輸出減少が予想され、大豆を含む飼料に対する米国内の需要に波及効果を及ぼす恐れがあり、大豆需要は減退する可能性があります。

中国が関税のかかる米国からの輸入に代えて、ブラジルからの輸入を増やしていることから、貿易上劇的な変化が生じています。

現在、アーモンドに対して50%、ピスタチオに対して45%、クルミに対して65%という中国の関税がナッツ類に与える影響については、香港が米国産ナッツ類のアジア向け輸出の主な窓口であるため、大豆ほどその影響は大きくありません。香港に出荷される米国産ナッツ類は関税の対象外のため、米国産大豆の中国向け輸出と比較すると堅調に推移しています。米国産ナッツ類の大部分は輸出向けであるものの、中国本土市場向けは限られており、かつ、他の農作物での代用や代替地域からの供給という選択肢は相対的に限られています。加えて、ナッツ類は、家畜の飼料用としての最終用途が多い大豆と比較すると、価格感応度が低い農作物です。

米国産大豆の中国向け輸出はほぼ停止

中国向け米国産大豆の輸出量(週次ベース)、2015年～2018年



出所：米国農務省(USDA)海外農業局輸出販売報告、HNRGリサーチ、2018年9月30日時点

厳しい状況は長期に広がって生じる可能性も

大豆など一年生作物を生産する米国の農地に投資する機関投資家は、最近の関税に伴う市場混乱による直接的な影響をある程度回避することができます。機関投資家の米国の一 年生作物の農地運営形式は、直接運営よりも独立系農家への農地のリースが一般的です。米国で機関投資家が保有する一年生作物の農地の多くは、複数年契約で運営農家にリースされており、短期的なコモディティ市場のボラティリティによる影響をある程度回避することができます。主要輸出市場における弱い立場およびそれに伴うコモディティ価格の下落により、いずれはリース料にも低下圧力がかかると考えていますが、変化はより長期間にわたり生じる可能性が高く、市場調整が可能と見て います。

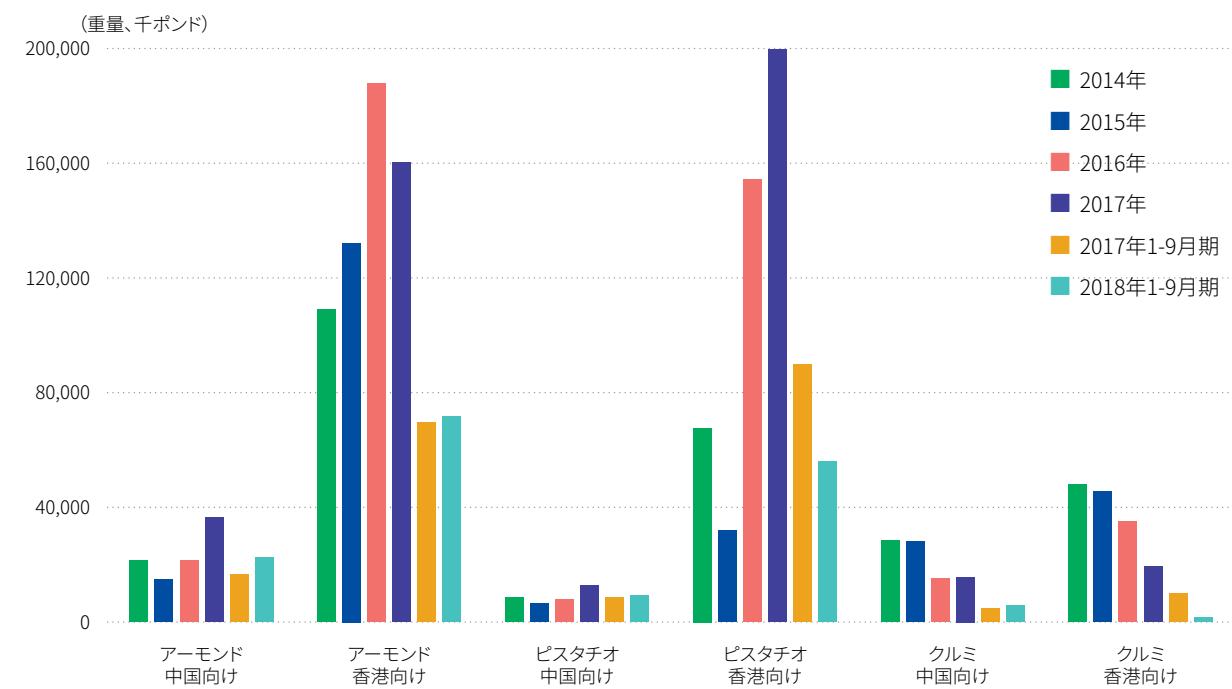
市場は貿易関係の変化に適応し始めて いる

市場は既に今回の関税に適応しつつあります。2009年以降実績のなかった米国産大豆のアルゼンチン向け輸出⁵ですが、2018年に中国が米国産大豆に関税をかけた後に急増しており、ブラジル向け大豆輸出も同様に増加しました。2018年7-9月期に、アルゼンチンは米国産大豆の最大の輸入国に転じました。

7-9月期におけるブラジル産大豆の中国向け輸出の最終的な統計は本稿執筆時点ではまだ入手できないものの、今回の関税はブラジルが世界の大 豆貿易において市場シェアを獲得するという長期的な傾向を加速させると予想しています。米国と中国が新貿易協定に合意し、関税を廃止することができれば、米国は中国向け輸出を再開させる可能性が高いものの、以前の水準まで直ちに戻るとは予想していません。合意に達する場合でも、両国は主要商品の供給を単一国に大きく依存するリスクに対して敏感になるでしょう。

中国の関税がナッツ類に与える影響は、大豆に与える影響と比較すると小さい

米国産アーモンド、ピスタチオおよびクルミの中国・香港向け輸出、2014年～2018年10-12月期



出所：米国農務省（USDA）経済調査局、2018年9月30日時点

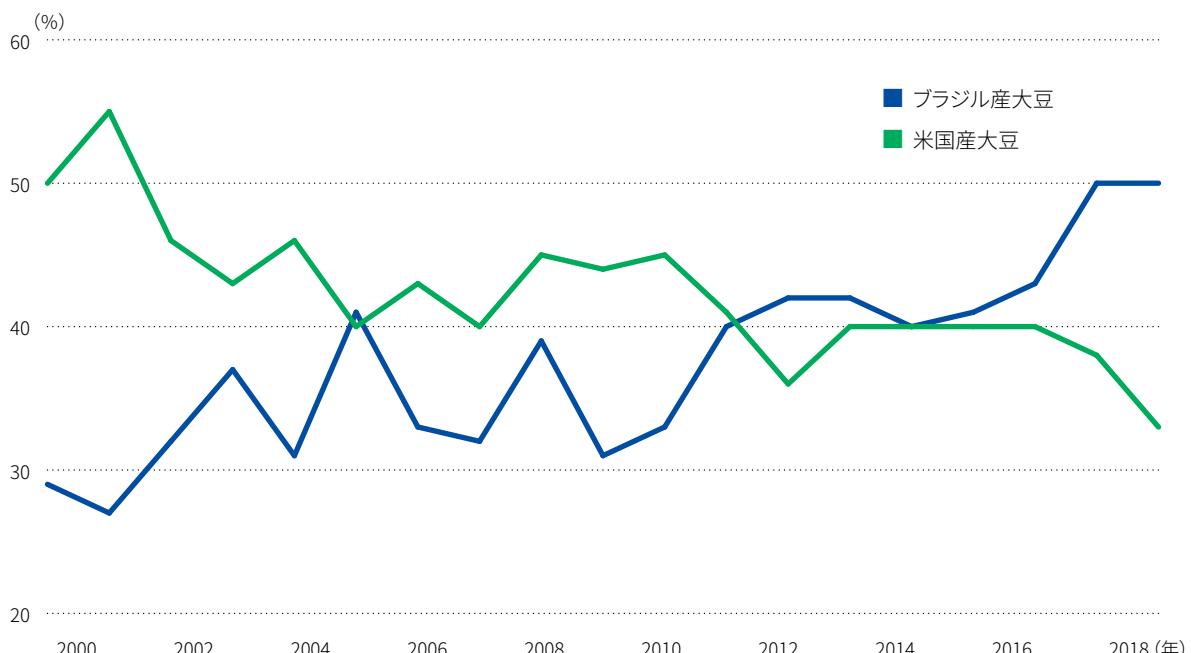
農地投資は多角的に分散を検討すべき

最近の関税が引き起こした農作物価格のボラティリティは、農地投資家が幅広い作物種別にわたる分散、そして米国のみならずグローバルに地域分散を検討する必要性があることを強く示唆しています。すなわち、米国の国境を

越えて、オーストラリア、ブラジル、カナダ、チリ、ニュージーランド等世界各地の農地に分散投資を行うことです。グローバルに分散した農地ポートフォリオによって、米国産大豆の輸出などの分野で足元大きな影響が見られるような、政策に起因する貿易の混乱による影響を軽減することが期待できます。

ブラジルは世界の大豆貿易における市場シェアを米国から獲得

世界の大豆輸出市場におけるシェア



出所：米国農務省（USDA）生産、供給および販売、HNRGリサーチ、2018年

1 米国農務省（USDA）海外農業局、fas.usda.gov/data/percentage-us-agricultural-products-exported、2018年
2 米国農務省（USDA）海外農業局、fas.usda.gov/data/top-us-agricultural-exports-2017、2018
fas.usda.gov/data/percentage-us-agricultural-products-exported、2018年

3 米国農務省（USDA）経済調査局、農家収入および資産統計、ers.usda.gov/data-products/farm-income-and-wealth-statistics/、2018年11月30日時点

4 米国農務省（USDA）海外農業局、apps.fas.usda.gov/psdonline/app/index.html#/app/advQuery、2018年

5 米国農務省（USDA）海外農業局、www.fas.usda.gov/、2018年

サステナビリティの体系化

グローバル・インテリジェンス | ESG



ESG：サステナビリティの体系化



エミリー・チュウ
ESG チーム
グローバル・ヘッド

主なポイント

- 天然資源の有限性が明らかとなるにつれ、企業が持続可能な経済を企業活動とどのように整合を図っているかを把握するために、投資家がESG要素を活用する動きが広がると考えられます。
- 協働エンゲージメント活動は、特に炭素排出や気候変動など、早急な対応が必要とされるESG課題について投資家が影響力を行使する上で有効な手段です。
- 現在、ESG分析はアクティブ・マネージャーにとっての必須要件ですが、財務データの体系化に伴い、投資家に対して高い付加価値を提供できる余地が縮小傾向にある中で、質の高いESG分析が次第にアクティブ・マネージャーの重要な差別化要因になると考えられます。

持続可能な成長機会の明確化

2018年は天然資源の利用が限界を超え始めていることを示す明確な証拠が世界各地で見られました。具体的には、都市部で利用可能な淡水資源が2050年までに2015年の3分の1に減少する恐れがあり¹、生物多様性の喪失に対する生態系の復元力は衰え、増大傾向にあるカーボン・フットプリントを吸収する能力を地球が急速に失いつつある兆候が現れています²。こうした天然資源の有限性が明らかになるにつれ、目先のリスクだけにとらわれず、さらにその先にある課題に注目することを心がけなければならないと弊社は考えています。

現在、環境・社会・ガバナンス(ESG)の分析は、持続可能な成長機会を明らかにするために有効であるという点に注目が集まっています。アセット・オーナーはソーシャル・ライセンス・トゥ・オペレート(社会的な操業許可)をより強く意識するようになり、長期的な経済的価値を実現するだけでなく、受益者に望ましい世界をもたらす投資成果を追求し始めています。こうした持続可能な未来の形の定義において、ESG分析およびインテグレーションは2019年以降、ますます重要な役割を果たすことになると考えます。

イベント・ベースのリスク緩和から持続可能な成果を目指す投資へ

ESG分析およびインテグレーションは、資産運用手法の変革に大きな役割を果たし、今では魅力的なリスク調整後リターンを追求するための重要な要素の一つとして広く認められています。こうした傾向を後押ししたのは第三者機関

のESGデータ、ESGベンチマーク、および企業のESG情報開示の急速な普及です。カーボン・プライシング・ショック（カーボン・プライシング：CO₂の排出量に価格を付け、炭素税や排出権取引等の形で負担する仕組み）、労働者のストライキ、製品リコールは、企業にどのような影響を与える可能性があるでしょうか。ある銀行で情報漏洩が発生した場合、収益見通しをどのように修正すべきでしょうか。重大な環境汚染事故は公益企業の社債にどの程度深刻な影響を与えるでしょうか。これらは、ESG要因が企業のバリュエーションに与える影響に関する現実の問いです。しかし、目先の見通しにとらわれたESG分析では、ESG要因が企業のビジネスへ及ぼす長期的な影響を把握することは困難です

ポートフォリオ・レベルのESGリスク評価に向けた取り組み

アセット・マネージャーは、企業評価に使用する従来型のリスク評価基準が、企業のESG課題への対応力を見極めるうえでは必ずしも十分ではないことを、よりはっきりと認識し始めています。この課題に対処するために、アセット・マネージャーは持続可能な経済成果をグローバルな観点から絶対的に定義する必要があります。一例としてアセット・マネージャーは、グローバル・ベースでのカーボン・バジェットの考え方方に沿って、科学的根拠に基づいた炭素排出削減目標を設定するなど、企業の取り組みが長期的に持続可能な経済成果にどの程度合致しているかを評価することに注力しています。

こうした広い視野での企業評価の実践と普及を目指す最近の取り組みを表す例として、国連環境計画金融イニシアティブの気候変動シナリオに関するパイロット・プロジェクトが招集した、グローバル投資家コンソーシアムが挙げられます。マニュライフ・アセット・マネジメントはこのコンソーシアムにメンバーとして参加しています³。この活動の成果により、金融安定理事会(FSB)の気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)の提言に沿ったポートフォリオ・レベルの情報開示が実現する見込みです⁴。弊社は2019年に、多様な気候変動のシナリオがポートフォリオのパフォーマンスにどのように影響しうるのかについての報告発表をサポートすることになっています。弊社では、この画期的な取り組みが、1,900社以上のアセット・マネージャーが署名する国連責任投資原則(PRI)や、すでに多数の投資

家が公式に支持を表明しているTCFDの支持により普及すると考えています⁵。また、世界がより持続可能な経済成果に向けて行動する喫緊の必要性

に迫られていることを背景に、アセット・マネージャーの気候変動へのエクスポージャーに関する情報開示が向上することが期待されます。

ESG分析およびインテグレーションは2019年以降、ますます重要な役割を果たすことになると考えます。

エンゲージメントの再考

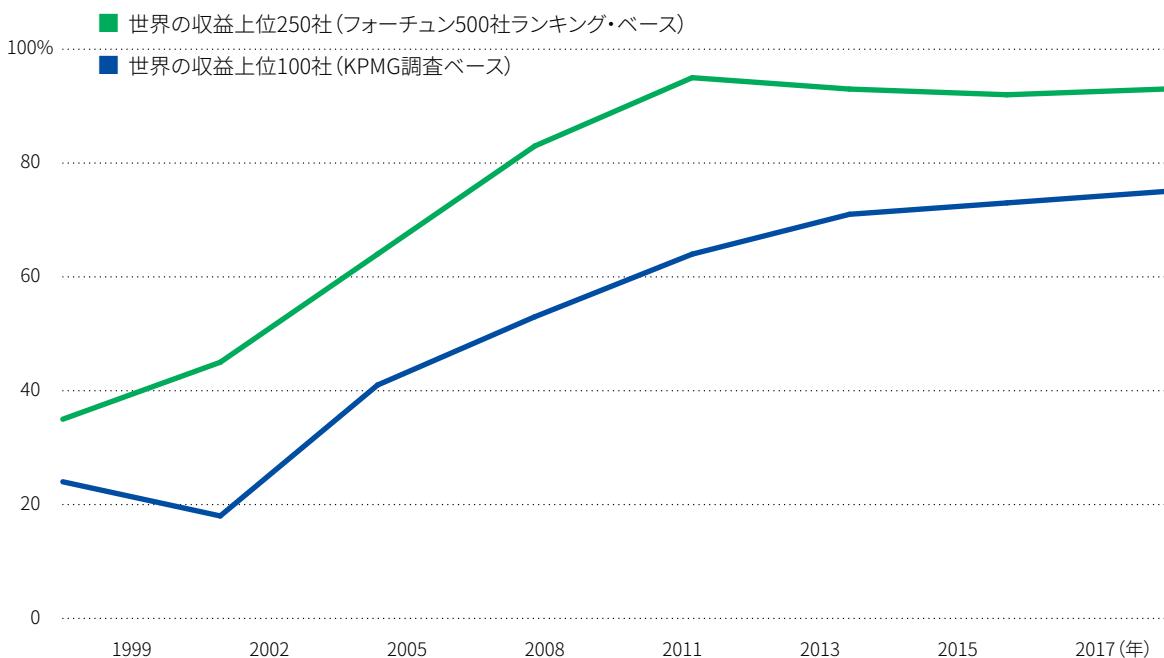
企業に対してESG課題に関するエンゲージメントを行うことが投資家のリターン向上につながることを示す最近のPRIの調査結果⁶を背景に、運用業界ではエンゲージメントへの関心と実践が急速に広まっています。この分野では2つの傾向が見られます。1つは、様々な投資家による協働エンゲージメントが普及する中で、投資家の企業に与える影響力が強まっていることです。2つ目の傾向は、バリュー・チェーン全体にわたるESG課題別の体系的なエンゲージメントに関係しています。バリュー・チェーン全体に一貫性をもって関与し、より効率的で効果的なエンゲージメントを行うことが重視されるようになっています。

投資家による協働エンゲージメント

アセット・マネージャーの間では、企業と投資家の双方に有益となる持続可能な経済成果を達成するには協働エンゲージメントをどのように行えばよいのか、その最善の方法を追求する取り組みが継続すると考えられます。こうした取り組みの1つがClimate Action 100+です。マニュライフ・アセット・マネジメントはその運営委員会のメンバーを務めています。アセット・マネージャー310社が参加し、運用資産総額が32兆米ドルに上るこの組織は、投資家主導の協働エンゲージメント・イニシアティブの中で最大の規模を有しており、参加企業は現在も増加しています⁷。

企業のサステナビリティに関する報告は増加傾向

1999年以降のグローバル企業の企業責任についての報告件数



出所：KPMG、Survey of Corporate Responsibility Reporting、2017年。■は、KPMGが調査を行った世界49カ国それぞれの収益上位100社、計4,900社のサンプルを表します。この統計は世界の大企業と中規模企業の企業責任(CR)報告に関する幅広い状況を示しています。■は、2016年のフォーチュン500社ランキングにおける世界の収益上位250社を表します。大手グローバル企業は一般的にCR報告の先駆者であり、その他の企業のベンチマークとなると考えています

Climate Action 100+の主な目的の1つは、世界最大規模の温室効果ガス排出企業へのエンゲージメントの新たな規範を定めることです。こうした大規模で影響力を持つ投資家グループからの一貫したメッセージは、温室効果ガス排出量の削減、気候関連の財務情報開示、気候変動問題に対するガバナンスの向上に向けてより積極的な対策を企業に求める上で有効と考えられます。Climate Action 100+の取組みは、すでに成果を上げ始めています。例えば、2018年後半に石油メジャーのロイヤル・ダッチ・シェルは、炭素排出削減に向けたネット・カーボン・フットプリント計画の達成を促進する為の目標とインセンティブを導入すると発表しました。同社は、石油・ガス業界のベスト・プラクティスの新たな標準ともなるこの決定に際してClimate Action 100+のエンゲージメント・グループの支援を受けたと述べています。

こうした例を踏まえ、2019年には、Climate Action 100+イニシアティブから得られた教訓が、気候変動以外のESG課題に照準を合わせた他の協働エンゲージメントに

も広まることが期待されます。協働エンゲージメントは、持続可能な企業活動に関する様々な期待や意見が入り交じる中で、明確な指針を求める企業にとっても有益です。

バリュー・チェーン全体にわたるESG課題別エンゲージメント

この先1年間は、バリュー・チェーン全体にわたるESG課題別の体系的なエンゲージメントが増えることが予想されます。こうした動きの背景にはアセット・マネージャーの間でエンゲージメントの重要性についての理解が成熟し、投資と持続可能な発展という両方の成果を高める為の、より効率的なエンゲージメントの方法を模索する動きが強まったことが背景にあります。

この動きはパーム油の例に見られます。パーム油の産出には、森林伐採、森林火災、苛酷な労働を伴う傾向があり、投資家にとって長年にわたるESG上の懸念材料です。エンゲージメントの範囲をアジアの生産者や貿易業者から銀行セクターに至るまでのバリュー・チェーン全体に

拡大することにより、バリュー・チェーンに属するすべての主体に対し、それぞれの主体が課題解決に向けた責任を共有しているとの認識を促すことが可能になると、弊社では経験に基づき考えています。弊社のエンゲージメント事例では、エンゲージメント対象である銀行が、ESGに関して情報開示を改善し、投資家との対話により積極的になるという成果が得られました。

2019年にはバリュー・チェーン・マネジメントの分野に新たに2つの課題が生じるを見ています。1つ目は、世界の海洋分野に徐々に被害をもたらしている膨大な量の

プラスチック廃棄物に関する問題です。この問題を解決に向けて進展させるには、プラスチック・パッケージを使用する商品メーカーに影響力を行使するだけでは十分ではありません。投資家はパッケージ・メーカー、プラスチック製造に使用する原料を提供する化学品会社、

消費財を販売する小売企業とも対話しなければなりません。この課題の本質は、天然資源の循環的利用を促進するためにバリュー・チェーン全体の様々な主体がどのように協働するかという点にあります。加えて、これまで至るところで入手・利用できたプラスチックに依存してきた企業へのインセンティブを転換するという課題に対処する必要があります。

また、バリュー・チェーン全体にわたる体系的なエンゲージメントは、バーム油やプラスチックといった物的資産だけにとどまりません。情報データ（その作成、保管、利用の仕方）のような、抽象的な資産にも関わります。10年近く前、サイバーセキュリティの問題が次第に情報通信企業のリスク分野と考えられるようになりました。しかし、エキファックス、ターゲット、ソニー、ウェルズ・ファーゴおよびフェイスブックで重大な情報漏洩が発生すると、サイバーセキュリティ問題はグローバル経済全体に密接に関わっていることが明らかになりました。2019年に投資家は、協働イニシアティブとより豊富な情報に基づいたサイバー問題に関する見通しを通じて、企業の経営陣に対してサイバーリスク開示に関する透明性向上とサイバー能力強化をより強く提唱するようになると見込まれます。

今後、バリュー・チェーン全体にわたるESG課題別の体系的なエンゲージメントが増えることが予想されます。

将来のアクティブ運用としてのESG投資

常に問われることは、財務データの体系化と分析が当たり前のこととなる中で、アクティブ・マネージャーはどうすれば継続的に付加価値を高めることができるかということです。アクティブ運用が無形の知識に基づいて長期的に有形の価値を高めることであるとすれば、ESG要因を投資プロセスのあらゆる側面に体系的に取り入れるESGインテグレーションは、アクティブ・マネージャーの差別化要因として有望であると思われます。

プレ財務データ分析としてのESG

ESGとは、現在は企業のバランスシートや損益計算書と関連性はあるものの反映されていないあらゆる要素の分析を表す略語です。運用プロフェッショナルの間ではESGのデータを「非財務」データと称することが多いものの、弊社では「プレ財務」データを解釈する手段としてとらえることが、ESGをより正確に理解することにつながると考えます。すなわち、コストとなるか利益となるかを問わず、最終的に財務的価値として表される可能性のある要因としてとらえるのです。

プレ財務データの一例として従業員の離職率を挙げることができます。現在、こうした離職率は財務データ要素として認められていません。しかし、ある企業の離職率が常に同業他社を上回っている場合、それはやがて財務的な様相を帯び、企業の基本的なバリュエーションを変化させるまでに至る可能性があります。離職率が上昇すると、新規従業員の採用や（満足度の低い）既存の従業員の維持に支払う給与は一般的に上昇し、企業の人事費率は上昇していきます。こうした企業は利益率を高水準に保つことが難しくなります。以上のような過程を経て、ESG分析により従業員離職率というプレ財務データを解釈していくことが、最終的に利益率という財務データの評価につながると考えています。

アクティブおよびパッシブ運用におけるESG

ESGインテグレーションはプレ財務データを評価する枠組みを提供します。しかし、この枠組みは主観的で不確実性を伴うことには留意が必要です。ESGデータには常に「ノイズ」があり、その中に潜在する本質的要素を有効に活用するためには微妙な意味合いや文脈を理解する必要があります。アクティブ・マネージャーは、リスクと機会について総合的な見通しを明らかにするエンゲージメントにより、第三者機関のESGデータや企業の開示データの補足を行うことが可能です。財務データがパッシブ運用にますます日常的に応用されるようになる中、質の高いESG分析は常にアクティブ・マネージャーが自らを差別化する上で、重要な要素と考えられます。

一方で、パッシブ運用におけるESGの拡大はアクティブ運用でのESGの進化を補完するものと見なすことが可能です。第一にESG指数は、より多くのアセット・マネージャーが優れたサステナビリティ戦略を実行して成果を達成している企業に投資を行い、投資リターンの追求に加えて、持続可能性な経済効果創出へ関与することを可能にします。第二に、エンゲージメントの観点から見ると、パッシブ投資家は「インデックスを保有」し、インデックス全体の絶対的リスクを削減することに注力しなければなりません。一方で、アクティブ運用の場合、集中投資によりエンゲージメントを行い、企業のESGリスクとリターン要因に応じて資金を配分する裁量があるという優位性があります。資本市場に幅広く普及しつつあるこの2つのアプローチはいずれも、持続可能な経済成果の促進に力強く貢献することが可能であると考えています。

1 世界銀行 "High and Dry: Climate Change, Water, and the Economy"、2016年 <http://www.worldbank.org/en/topic/water/publication/high-and-dry-climate-change-water-and-the-economy>

2 国際連合、気候変動に関する政府間パネル (IPCC) の地球温暖化の影響に関する特別レポート、2018年10月 <https://www.ipcc.ch>、米国政府の省庁間作成の全米気候評価報告書、2018年11月 <https://www.globalchange.gov/nca4>

3 <http://www.unepfi.org/investment/tcfid/>、2018年3月25日

4 TCFDは、企業が投資家、融資会社、保険会社およびその他の利害関係者に情報を提供する際に使用する気候関連の財務リスクの自発的かつ一貫した開示の推進に努めています。 <https://www.fsb-tcfd.org/>、2015年12月4日

5 2018年9月の気候変動サミット (One Planet Summit) におけるTCFDの支持者 <https://www.fsb-tcfd.org/tcfd-supporters/>

6 "How ESG Engagement Creates Value for Investors and Companies"、2018年4月 <https://www.unpri.org/download?ac=46377>

グローバル債券：逆風は弱まったものの 2019年も厳しい環境が続く

グローバル・インテリジェンス | グローバル債券



グローバル債券：逆風は弱まつたものの 2019年も厳しい環境が続く



主なポイント

- 先進国国債は金利上昇に対してかつてないほど脆弱な状況にあり、パッシブ戦略にとっては厳しい環境となります。
- 社債市場のバリュエーションの割高さは、下振れリスクが大きいことを示唆するものの、選別的な投資機会は引き続きあると考えています。
- 通貨はニュース報道に左右されて乱高下が続く可能性があり、投資家には忍耐強さと市場の変化への迅速な対応の両方が必要とされます。

ダニエル・ジャニス
グローバル・マルチ・セクター債券チーム
シニア・ポートフォリオ・マネージャー

金融緩和政策が段階的に終了する局面は、債券投資家にとって好ましい時期とはならないと見ています。各国の中央銀行が金融政策を徐々に正常化するなかで、短期金利の上昇に加え利回りに対する根強い需要によりスプレッドが縮小するなかで、債券市場の多くのセグメントはボラティリティ上昇に対し脆弱な状況となっています。2019年については、昨年投資家が直面したさまざまな課題は引き続き残る可能性が高いと見ています。しかし、予測の非常に難しい市場環境において、投資家にインカムを創出できる選択肢がないというわけではありません。

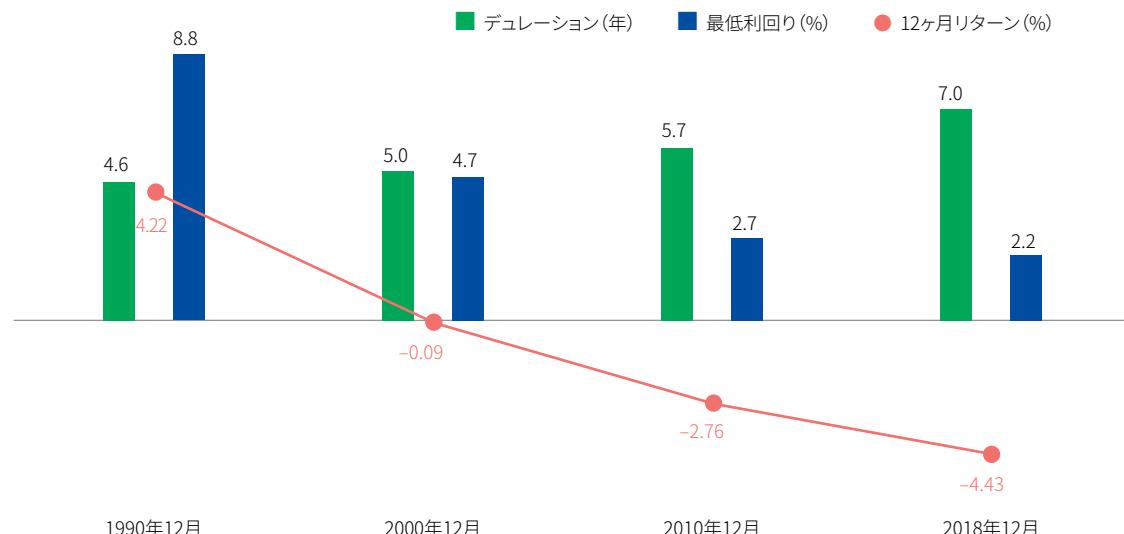
パッシブ債券戦略のリスクが増大

先進国国債市場における30年間にわたる着実な利回りの低下と膨れ上がった国債発行により、パッシブ債券戦略は金利上昇に対して特に脆弱になっています。例えば、1990年以降、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数（グローバル総合指数）の平均デュレーションは50%以上長期化した一方、同指数の平均利回りは75%も低下しています。その結果、インカムは減少し、ポートフォリオはかつてないほど金利変化と密接に連動しています。これがまさに悪いタイミングで生じています。現在、グローバル総合指数に連動するパッシブ戦略を採用する投資家は、利回りが100ベーシスポイント（bps）上昇する場合、期待リターンが4%以上も低下します。これは、投資家がポートフォリオのなかで最も保守的な投資を意図したはずの運用から生じる損失として、ささいなものではありません¹。

2019年についても金利上昇が緩やかながらも続くだろうと見ています。米連邦準備制度理事会（FRB）は2019年にさらに2回の利上げを予定しており、フェデラル・ファンド（FF）レートの目標レンジを年末までに2.75%-3.00%まで引き上げる見込みです²。インフレ率が予想外に上昇し、イールドカーブが逆

パッシブ戦略は金利上昇に対してますます脆弱に

利回りの100bps上昇を踏まえた12ヶ月リターン



出所：ブルームバーグ・パークレイズ、2018年9月30日時点。ブルームバーグ・パークレイズ・グローバル総合指数は、世界の固定利付国債、政府機関債、社債および証券化商品市場における投資適格債のパフォーマンスを計測しています。指数に直接投資することはできません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

イールド化ではなくてもフラット化すれば（この2点が重要な前提条件です）、米国10年物国債利回りは2019年末までに3%台半ばまで上昇する可能性があります。これはまさに高格付のグローバル総合型戦略において大きな損失が生じる可能性のあるシナリオです。

その他先進国市場の金融政策は依然として米国より緩和的ですが、欧州とアジアにおいて金融緩和政策頼みのリターンが得られた時期は既に終了しています。ドイツおよび日本の10年国債利回りは引き続き1%を大幅に

下回っており、軟調な経済状況に加え、金利低下がリターンを押し上げる可能性は低いことから、先進国国債には厳しい環境です³。

しかし、パッシブ戦略を採用する投資家は、この先進国国債をまさに組み入れており、グローバル総合指数の67%以上は米国債と政府機関債が占めています²。そのため、先進国国債、およびその延長線上にあるパッシブ債券戦略について投資家はより慎重な姿勢が必要になると考えています。

その他の先進国市場の金融政策は依然として米国より緩和的ですが、欧州とアジアにおいて金融緩和政策頼みのリターンが得られた時期は既に終了しています。

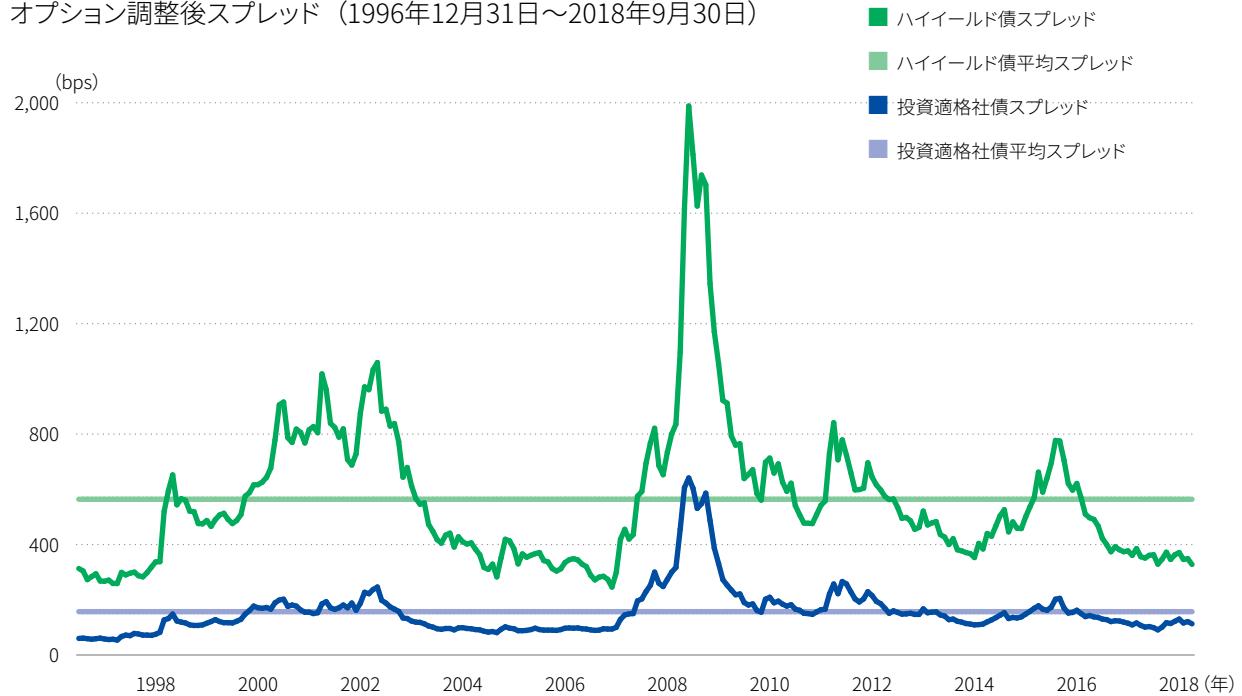
社債のバリュエーションはダウンサイドリスクを示唆

先進国国債の厳しい環境から生じる問題は、社債市場に資金を配分することによって容易に解決されるものではありません。2007–2008年の世界金融危機を受けて、インカムを追求する投資家の投資機会は減少していると思われるものの、インカムに対するニーズは衰えませんでした。その結果、米国社債市場のスプレッドは、ハイイールド債・投資適格社債ともに、今や長期平均を大きく下回っています¹。

縮小したスプレッド、相対的に低い利回り、金融政策の引き締めといった環境は、社債を組み入れる理想的な環境とは言えません。世界経済が2019年に景気後退に陥る確率は低いものの、ハイイールド債は特に予想外の経済ショックに対して脆弱と見ています。過去の例を見ると、2011年と2015年に、投資家が欧州債務危機および原油価格の急落という現実を消化していく過程で、ハイイールド債市場のスプレッドは著しく拡大しました。FRBの金融引き締め政策が経済の減速に繋がるか、これまで米国の景気後退の先行指標であったイールドカーブの逆イールド化を引き起こすならば、リスクオフ環境がハイイールド債にマイナスの影響を与える可能性はわずかではありません。

社債市場のバリュエーションは歴史的に割高な水準

オプション調整後スプレッド（1996年12月31日～2018年9月30日）



出所：ブルームバーグ・パークレイズ、2018年9月30日時点。

ハイイールド債：ICE BofAメリルリンチ米国ハイイールド・マスターII指数（グローバルで発行された米ドル建てハイイールド債のパフォーマンスを計測しています）

投資適格社債：ICE Bofaメリルリンチ米国コーポレート・マスター指数（公募で発行された、満期が1年以上、発行残高が額面250百万米ドル以上の、固定利付で転換権のない米ドル建て社債のパフォーマンスを計測しています）
指数に直接投資することはできません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

一方、投資適格社債には別の課題があります。投資適格社債はハイイールド債よりクレジットリスクは低い一方で、金利感応度が高い傾向があります。長期債利回りの変化を予測するのは簡単ではないものの、少なくとも米国では、金利を押し下げるより押し上げる力が強く働くと考えています。その場合、金利は2019年には投資適格社債にとって追い風ではなく、逆風となる可能性が高いでしょう。

その他注視すべき点として、投資適格社債のなかで最も低い格付けのトリプルB格債の投資適格社債市場に占める割合が、過去10年間で約3分の1からほぼ半分にまで拡大している点が挙げられます²。世界経済の状況が悪化すれば、このセグメントに影響を及ぼす可能性があります。格付けがダブルB格に引き下げられれば、指数に連動するパッシブ戦略や投資適格格付けが必須のマンデートで強制的な売却を引き起こすことになり、その結果として、投資適格社債市場全体が下落する可能性もあります。このような格下げに起因する著しい売り圧力の拡大をハイイールド

債市場が消化しようとする場合、ハイイールド債のバリュエーションもボラティリティが上昇する可能性があります。

通貨市場は短期的なボラティリティの上昇により乱高下が続く見込み

通貨市場は歴史的に米国債券に対して相関の低いリターンを生み出してきましたが、通貨市場にもこの先大きな課題が生じると見えています。完璧な理論上の世界では、通貨は各国の景気格差、金利差、インフレ率の差などにより変動します。しかし、この数ヶ月においては、ニュース報道がファンダメンタルズに関係なく市場を動かす傾向があり、この傾向は2019年も続くと思われます。米政権が分断するなかで、米国連邦議会が1月初めに始まり、政府機関の閉鎖を含む政治的な行き詰まりの恐れが著しく高まっています。貿易を巡る緊張は特に米国と中国の間で高まっており、また、英国の合意なきEU離脱もしくは非離脱の可能性など、不透明感が続いている。

引き続き米ドルは他の先進国通貨と比べて割高感があると見ており、多くの新興国通貨は売られ過ぎと見ています。2019年は、長期的・景気循環的な投資機会と引き続きヘッドラインによるボラティリティ上昇リスクとの間で、通貨ポジションのバランスをとる必要があります。

債券市場の逆風を乗り切るには柔軟なアプローチが必要

債券投資家は多くの厳しい状況に直面するものの、柔軟でグローバルな運用アプローチをとろうとする投資家には

投資機会があると考えています。例えば、アジアおよび中南米の一部の債券市場は、相対的に魅力的な利回りと強固なファンダメンタルズを有しています。エマージング市場については、経常黒字を維持している国、すなわち政府の財政が海外からの資金調達に依存していない国や、資源輸出への依存度が低い国を選好します。

社債市場にはリスクがあるものの、それらのリスクはアセット運用アプローチによって軽減できると考えています。ハイイールド債市場のうちより投機的な（格付けの低い）銘柄は、経済ショックに対して脆弱であると考えており、より魅力的な投資機会はハイイールド債市場のなかでも格付けの高い銘柄にあると見ています。投資適格社債のなかでは、現在、変動利付債や固定金利から変動金利にクーポンが変動する証券、クーポンが段階的に上昇するステップアップ債など、金利オプションが組み込まれて

いるタイプの社債を選好します。2019年後半には、短期金利が上昇するなかで、固定金利の短期債に投資する機会も出てくると見ています。

また、ややニッチなセグメントにも投資機会があると見ています。例えば、変動金利のバンクローンは、短期金利の上昇に合わせてクーポンが上昇するため、金利上昇の影響を回避することができます。バンクローンは、シニア債や劣後債、転換社債より比較的信用リスクが低く、通常、企業の弁済順位の最上位に位置付けられます。また、証券化商品市場にも投資妙味のあるセグメントがあると考えています。例えば、フランチャイズが支払うロイヤルティを担保とする証券を始めとするABSや、特定の単一物件を裏付け資産とするCMBSは、企業の純粋な信用リスクを分散する効果があり、そのバリュエーションは金利変動や地政学的リスクによる影響をさほど受けない傾向があります。

株式市場の強気相場がほぼ10年続き、FRBの金利正常化への取り組みが3年目に入る現在、インカムを追求する投資家は、より幅広く、かつ柔軟にグローバルな投資機会を求めるのみならず、ダウンサイドリスクを過度にとることなく相対的に魅力的なリターンを創出するために、格付け、安定性、流動性の適切なバランスをとる必要があると思われます。

FRBの金融引き締め政策が経済の減速に繋がるか、イールドカーブの逆イールド化を引き起こすならば、リスクオフ環境がハイイールド債にマイナスの影響を与える可能性はわずかではありません。

1 ブルームバーグ・パークレイズ、マニュライフ・アセット・マネジメント、2018年9月30日時点

2 セントルイス連邦準備銀行、2018年12月17日時点

3 ブルームバーグ、2018年12月17日時点

転換期を迎えるアジア債券市場

グローバル・インテリジェンス | アジア債券



転換期を迎えるアジア債券市場



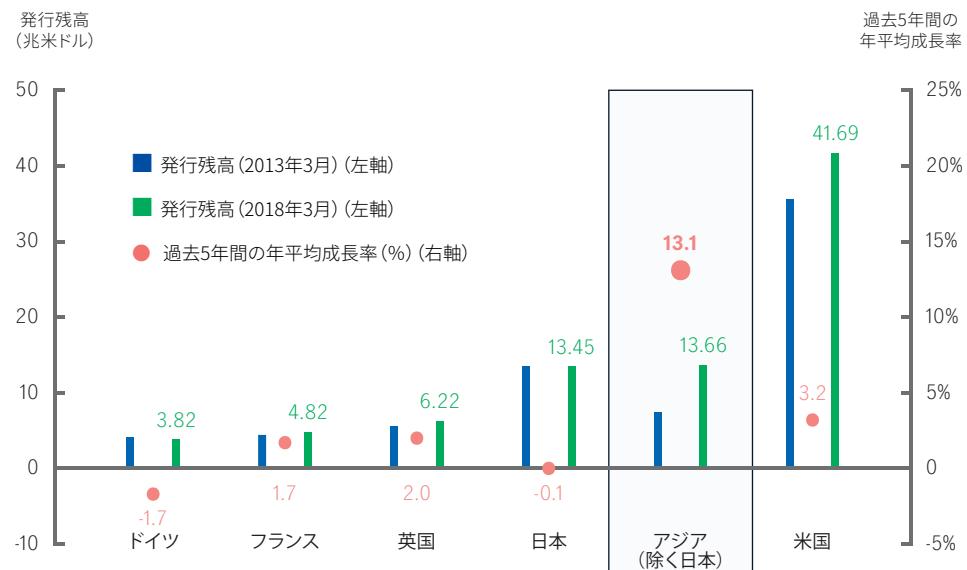
Andre Pedersen, CFA
アジア債券部門(除く日本債券)
チーフ・インベストメント・オフィサー

主なポイント

- アジア債券市場は、アジア各国・地域の信用格付けの改善や経済成長を背景に新規発行額が増加し、過去10年間で急速に成長しました。
- 中国債券市場は、中国が2019年第2四半期に主要債券指数に組み入れられる予定であることから、多額の資金流入が見込まれます。
- アジアの機関投資家の増加に加え、アジア債券の相対的に高い利回りや他資産との低い相関を背景に、今後同債券はグローバル金融市場においてさらに存在感を高めていくことなると考えられます。

アジア債券市場（現地通貨建て債券および米ドル建て債券）は急速に拡大し、推定13.7兆米ドル規模の世界有数の債券市場の1つとなりました。アジア債券の市場規模は、世界最大の債券市場である米国（約41.7兆米ドル）を下回るもの、過去5年間の年平均成長率は他のすべての債券市場を上回る13.1%となっており、既に日本（約13.5兆米ドル）を追い抜いています¹。とりわけ、アジアの米ドル建て社債市場は過去10年間で5倍以上に拡大し、その時価総額は1兆米ドルに急接近しています²。

アジア債券市場の成長



注記：アジア(除く日本)には中国が含まれます。

出所：国際決済銀行（BIS）、アジア開発銀行、欧州中央銀行、ブルームバーグ、マニュライフ・アセット・マネジメント、2018年3月31日現在
発行残高はすべて発行体の居住国に基づいています。

アジア諸国はそれぞれ経済発展の段階が異なるとは言え、アジア地域は今もそのほとんどがエマージング市場と見なされており、エマージング債券指数の大きな割合を占めています。現地通貨建てエマージング国債市場の動きを示すJPモルガンGBI-EM ブロード・インデックスの地域別組入比率は、アジア(60.7%)が最も高くなっています³。また米ドル建てエマージング社債市場においてもアジアの存在感は高まりつつあり、コーポレート・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス(CEMBI)の約45%を占めています⁴。

中国 – 大きな可能性を秘めた債券市場

中国本土内(オンショア)債券市場の成長は、過去10年間におけるアジア地域の画期的な出来事の1つです。中国債券市場の規模は年平均16.6%の成長率で拡大し、過去5年間で約2倍になり、世界第3位の市場規模となりました⁵。しかし、こうした急速な拡大にもかかわらず、中国の債券市場は依然として発展途上にあり、外国人保有比率は相対的に低くなっています。しかし、中国が主要グローバル

債券指数に組み入れられる見込みであることを背景に、こうした状況は徐々に変わりつつあります⁶。

弊社は、実際に

中国が主要債券指数に組み入れられれば、同国の債券市場には6,000億米ドル程度のパッシブ運用資金が流入すると予想しています。

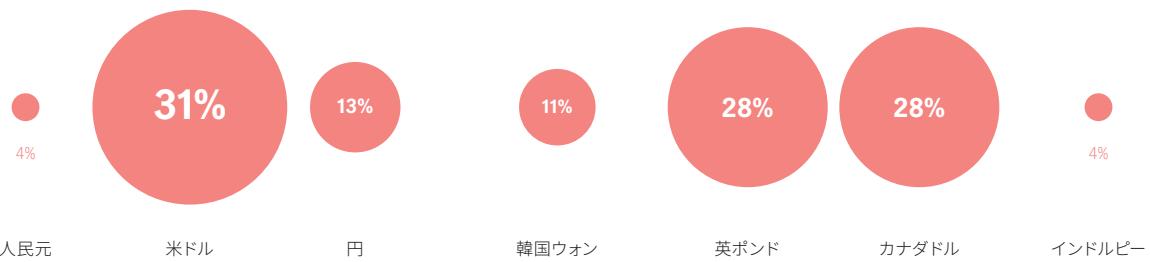
アジア債券市場には、6,000億米ドル程度のパッシブ運用資金が流入すると予想される。

中国の経済力に比例していない中国債券の外国人保有比率

世界貿易に占める割合(2017年)



外国人保有比率



出所:ブルームバーグ、各国中央銀行、各政府機関、IMF、ハーバー・アナリティクス、ゴールドマン・サックス、2018年5月現在

アジアの機関投資家が安定した投資家基盤

アジアの機関投資家は、同地域の米ドル建て債券市場における主要な買い手として台頭しつつあり、安定した投資家基盤となっています。5年前と比べても、新規発行の米ドル建てアジア債券に投資するアジアの投資家比率は、56%から79%に拡大しました。対照的に、米国および欧州の投資家比率は、この5年間で44%から21%に低下しました²。アジアの投資家の増加は、市場混乱時に同

地域からの資金流出が少なくなり、ボラティリティ（価格の変動性）の安定化につながるという点において重要な意味を持ちます。実際にCEMBIのリスク（3年ローリング・リスク）を見てみると、直近では、他のエマージング地域よりもアジアのリスクは低い水準で推移しています⁷。

アジア（除く日本）の外貨準備高は、中南米と東欧・中東・アフリカを合わせた外貨準備高を大きく上回る。

信用格付けの改善

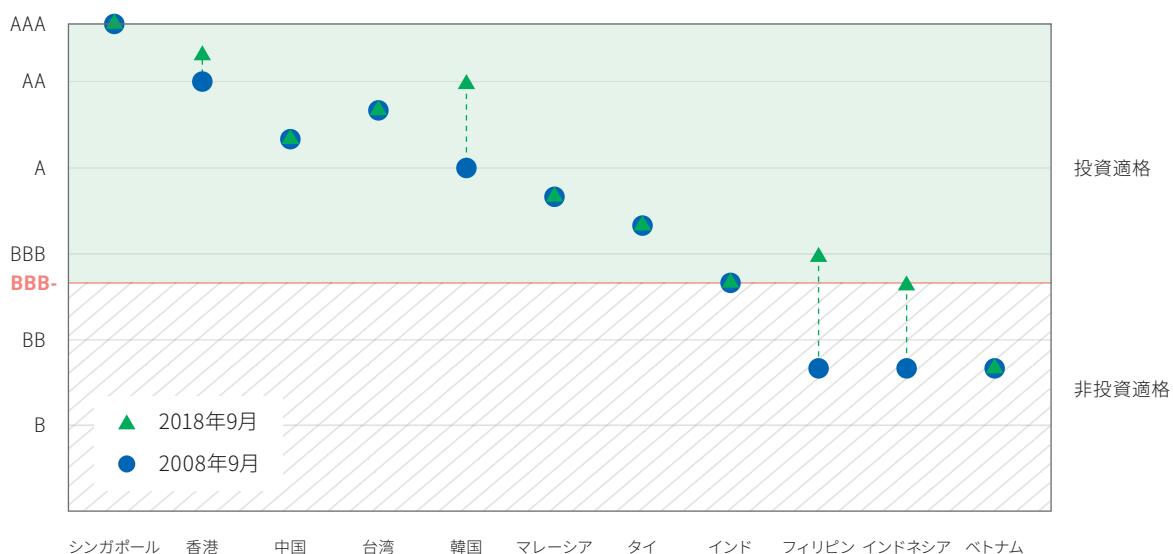
アジアがグローバル債券市場で存在感を増しているのは、同地域の信用格付けが改善しているためです。実際に、ベトナムを除く多くのアジア諸国の国債は、投資適格の格付けを付与されており、他のエマージング諸国の格

付けと比べて高くなっています。対照的に、ブラジル（BB-）、南アフリカ（BB+）、トルコ（BB-）などの国については、非投資適格の格付けが付与されています⁸。

これらの信用格付けの差は、アジア諸国の外貨準備高の大幅な増加を一因として生じているとも言えます。アジア（除く日本）の外貨準備高（約5.7兆米ドル）は中南米（約8,340億米ドル）と東欧・中東・アフリカ（約2兆米ドル）を合わせた外貨準備高を大きく上回っています⁹。

2018年は、米国金利の上昇や米ドル高などを背景に、エマージング市場にとって厳しい環境となりました。しかし弊社は、アジア諸国について中期的にポジティブな見通しを維持しています。実際に、1997年に起きたアジア通貨危機の時とは対照的に、インドネシアやインドなどの国々は、市場のボラティリティに対応するため、より積極的な金融政策を採ってきました。例えば、2018年にインドネシアは6度の利上げを行い、インドも2度の利上げを行いました。両国のファンダメンタルズは、依然として相対的に健全であると見られることから、これらの通貨と債券は大幅な上昇余地があると考えられ、エマージング市場に対する投資家心理の改善とともに、上昇に転じると予想しています。

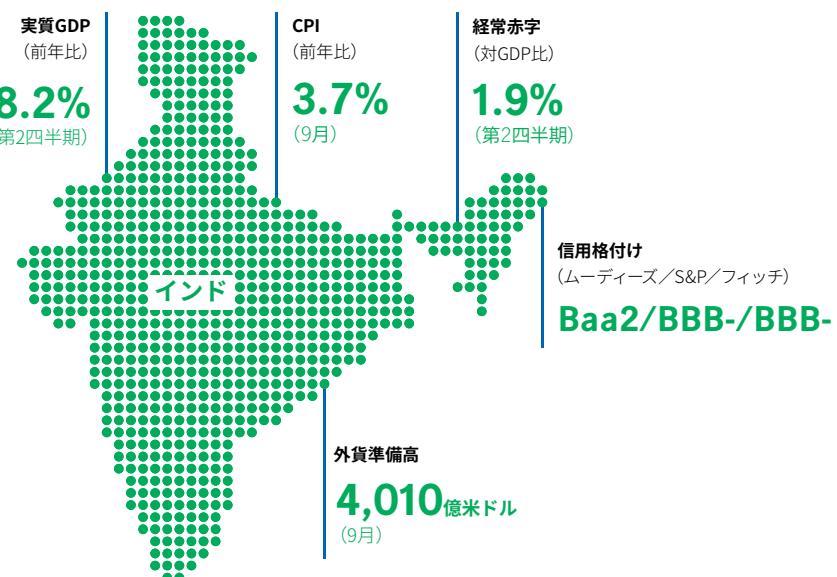
過去10年間における信用格付けの変化



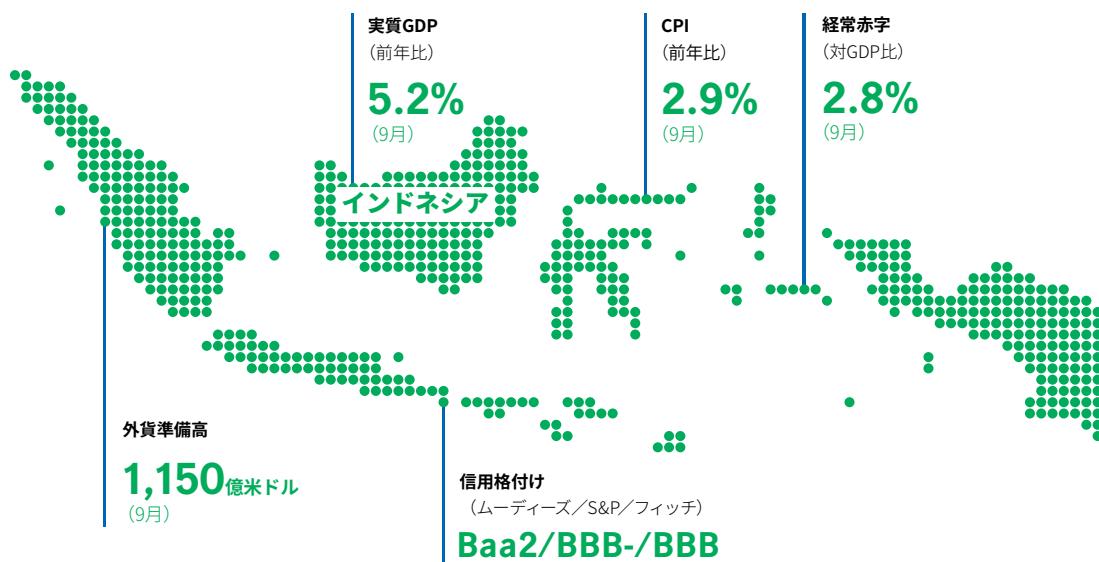
出所：ブルームバーグ、2018年9月30日現在、信用格付けは現地通貨建て長期債務付け

インドネシアとインド：アジア地域のファンダメンタルズ改善の好事例

改善が見られるインドとインドネシアの主要なファンダメンタルズ



| | 1997年 | | 2013年 | | 2018年 | |
|----------------------------|------------|-------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| | インド | インドネシア | インド | インドネシア | インド | インドネシア |
| 実質GDP(前年比) | 4.0% | 4.7% | 6.5% | 5.6% | 8.2% (第2四半期) | 5.2% (9月) |
| CPI(前年比) | 7.2% | 6.3% | 9.5% | 8.1% | 3.7% (9月) | 2.9% (9月) |
| 経常赤字(対GDP比) | 0.8% | 2.2% | 2.6% | 3.3% | 1.9% (第2四半期) | 2.8% (9月) |
| 外貨準備高 | 280億米ドル | 180億米ドル | 2,960億米ドル | 990億米ドル | 4,010億米ドル (9月) | 1,150億米ドル (9月) |
| 信用格付け (ムーディーズ/S&P/フィッチ) | Ba1/BB+/NA | Ba1/BB+/BB+ | Baa3/BBB-/BBB | Baa3/BB+/BBB- | Baa2/BBB-/BBB- | Baa2/BBB-/BBB- |



出所：ブルームバーグ、世界銀行、2018年9月30日現在

魅力的な実質利回り

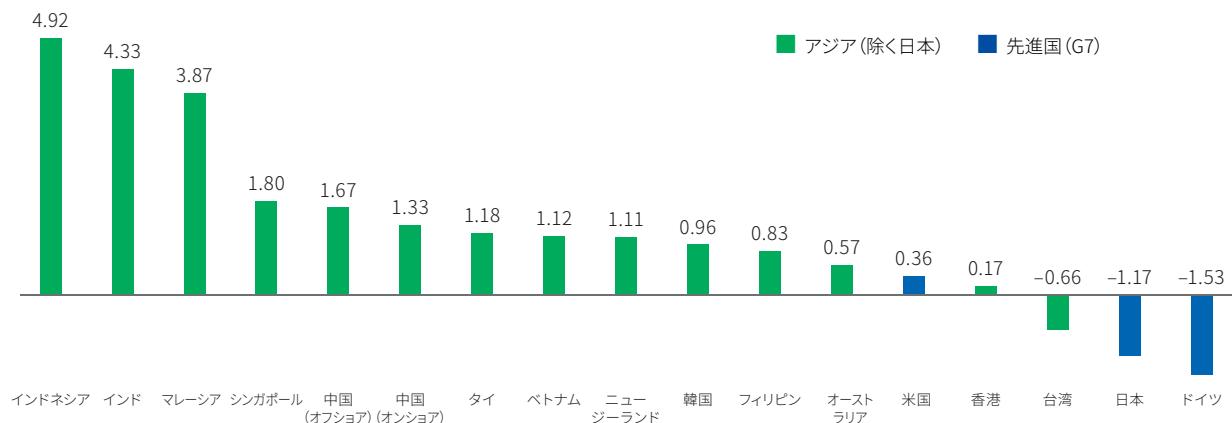
債券投資において、通常考慮される実質利回りとは、簡単に言えば債券の名目利回りからインフレ率を控除したもので、特にエマージング債券の場合、名目利回りはあてにならず、実質利回りを考慮することが重要です。それは、インフレ率が高い場合、インフレ調整後のリターンが投資家にとってマイナスとなる可能性があるためです。

主要先進国とアジア各国の10年国債の実質利回りを見ると、特にインドネシアおよびインドについては注目に値します。10年前の両国の名目利回りは高い水準にありました。効果的な金融政策が実施されなかつたためにインフレ率は高く、実質利回りは低水準にありました。

今日、両国の金融政策はより効果的なものとなり、それでの実質利回りは相対的に魅力的な水準となっています。

また、アジア各国の利回り水準には幅があります。中国とマレーシアは、新興国にもかかわらず「A+」という相対的に高い信用格付けを取得していますが、魅力的な実質利回りを提供しています。また、それぞれ「AAA」、「AA」の信用格付けを取得しているシンガポールや韓国のような国においても、同様の信用格付けを有する先進国を上回る、競争力のあるプラスの実質利回りを提供しています。日本、ドイツなどは実質利回りがマイナスであることから、投資家はより高い実質利回りを求めてアジアに目を向けつつあります。

10年国債の実質利回り(%)



出所：ブルームバーグ、2018年9月30日現在

1 國際決済銀行（BIS）、アジア開発銀行、欧州中央銀行、ブルームバーグ、2018年3月31日現在

2 JPモルガン、2018年9月30日現在

3 JPモルガン、2018年9月30日現在、JPモルガンGBI-EM ブロード・インデックスは現地通貨建てエマージング国債市場の動きを示します。

4 JPモルガン、2018年9月30日現在のCEMBIにおけるアジアの時価総額（2,235億米ドル）、CEMBIは米ドル建てエマージング社債市場の動きを示します。

5 アジア開発銀行、2018年3月31日現在

6 ブルームバーグ・バークレイズは、中国の人民元建て国債と政策銀行債をBloomberg Barclays Global Aggregate Indexに加えると発表しました。指数への組み入れは2019年4月から20ヵ月かけて段階的に行われる予定です。2018年1月現在のデータによると、同指数への組み入れが完了すれば、同指数が組み入れる中国債券は386銘柄にのぼり、同指数の5.49%を占めるとされています。

7 マニュライフ・アセット・マネジメント、ブルームバーグ、2018年9月30日現在

8 ブルームバーグ、S&P Global Ratingsによる2018年9月30日現在の現地通貨建て長期債格付け

9 ブルームバーグ、2018年9月30日現在

国内債券市場における日銀の重要度は低下 ～FRB動向についての考察

グローバル・インテリジェンス | 日本債券



日本債券市場における日銀の重要度は低下 ～FRB動向についての考察



津本 啓介
マニュライフ・アセット・マネジメント株式会社
取締役 債券運用部長

主なポイント

- 日本銀行（日銀）の国内債券市場における重要度は低下しており、米国要因による金利低下圧力が上回ると想定しています。足元の金利水準は特段日銀が懸念する水準ではなく、当面は静観するとの見通しです。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は2018年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において利上げペースを減速させるなどハト派に転じつつあります。市場はバランスシート縮小等より具体的な政策を求めており、金利低下材料の出尽くしにはまだ時間を要すると考えています。
- 日本債券市場の中では、事業債の短中期ゾーンに投資妙味があると考えています。日銀の緩和的な金融政策の下で、短中期ゾーンや内需関連の事業債はディフェンシブな価格推移のもと比較的高いキャリー収益が見込まれます。



金丸 壮史
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

FRBのハト派転向を催促する相場展開を予想

市場に影響を与えるマクロファクターを整理すると、以下3点のポイントが挙げられます。

1) グローバル景況感

FRBの金融引き締め政策や貿易戦争による米国景気の鈍化および中国経済成長の鈍化は当面継続する可能性が高いと見ています。少なくとも経済成長見通しが大幅に高まる展開は期待しにくく、リスクはダウンサイドに偏っていると見ています。

2) FRBの動向

2018年7-9月期に、インフレ上昇圧力を懸念するなどFRBはタカ派色が強まりましたが、株安など市場の動搖を受けて12月FOMCにて2019年の利上げ回数の見通しを従来の4回から2回に引き下げるなど、ハト派に転じています。また、FRBのパウエル議長の発言もハト派に転じており、特に今年1月4日の「バランスシート縮小政策を柔軟に見直す」との発言が株式市場には好感されています。しかし、後述するようにFRBが株安を理由にバランスシート縮小を直ちに見直す可能性については、弊社は懐疑的な見方で、金利低下材料出尽くしのタイミングはまだ先と考えています。FRBがハト派に転じる中では株価回復基調が継続する可能性はありますが、その場合でも金利が有意に上昇する可能性は低いと思われます。

3) 日銀の動向

国内債券市場における日銀の動向の重要度は低下しています。今後も日銀による国債購入減額は継続すると見られますが、それに伴う金利上昇圧力は一時的と想定しています。なお、昨年後半の原油価格急落に伴い、国内消費者物価上昇率は2019年春にはコアで0%近辺まで低下する見通しで、特に円高圧力が高まる場合には、追加緩和期待が高まる可能性も少なくありません。

2018年12月FOMC及びFRBのバランスシート政策

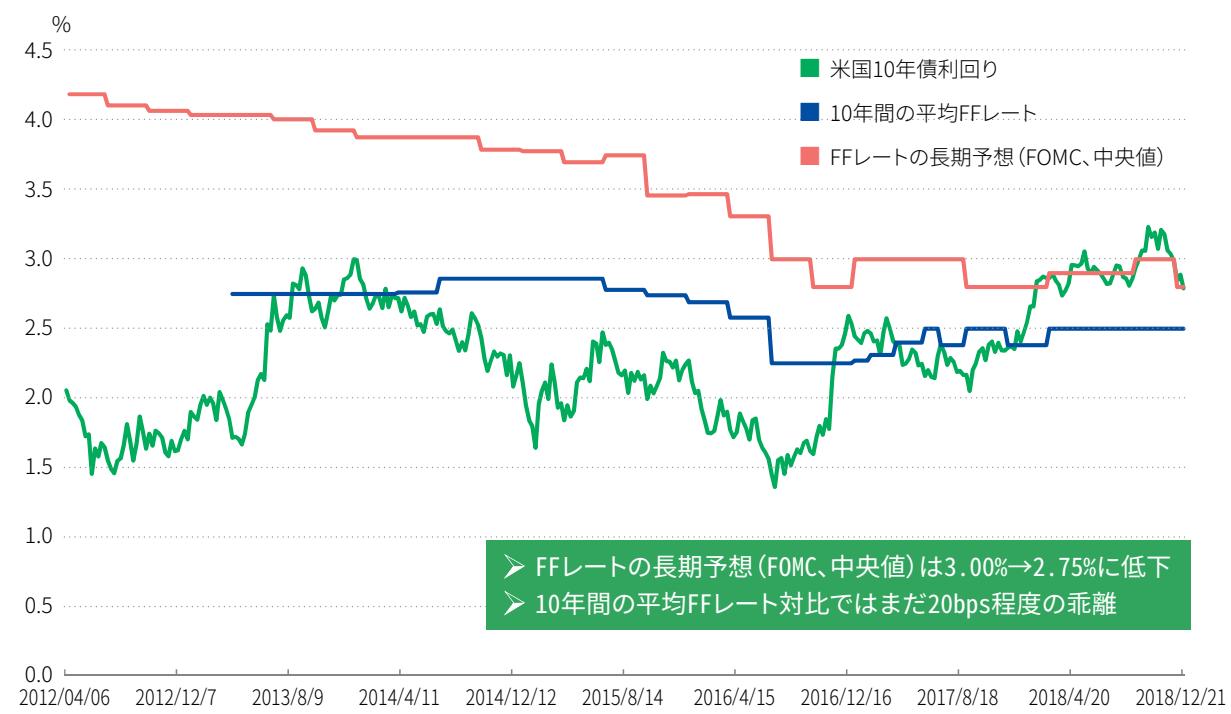
米国長期金利水準の上限目安

2018年12月のFOMCでは、中立金利見通しであるフェデラル・ファンド(FF)レートの長期(Longer-run)予想の中央値が、

前回予想の3.00%から2.75%に引き下げられました(図表参照)。当レートは最近まで米国長期金利上限の目安となってきたため、この引き下げは長期金利上昇の余地縮小を示唆します。

一方で、從来目安となってきたのは、むしろ10年間の平均FFレートでした。この交代は、2017年末の税制改革による経済成長・インフレ期待の拡大、国債増発、そしてFRBの国債再投資縮小を受けた金利水準の上方シフトが背景であると考えています。今後これら要因の反転により、米国長期金利水準の目安が10年間の平均FFレートに復帰する場合、米国10年債利回りは2.50%までは下がるイメージとなります。

米国10年債利回りと10年間平均FFレート、FFレート長期予想



これらを踏まえ、米国金利はイールド・カーブ上全体で少なくとも20ベーシスポイント(bps)程度の低下余地があると考えています。2018年の金利上昇要因のうち減税に係る国債増発は今後も継続すると思われますが、FRBのバランスシート縮小政策については後述するように今年後半に何らかの動きがある可能性があります。バランスシート

の縮小緩和はFRBの米国債への再投資の再開を意味するため、こうした展開では米国金利の割安感が縮小する可能性が高いと考えています。また、日米金利差の縮小や米ドル供給量の相対的な増加からドル円の為替レートについて円高方向のリスクが想定され、日銀は政策対応に迫られる可能性があります。

FRBのバランスシート縮小政策に関するパウエル議長の発言

最近のパウエル議長のバランスシート政策に関する発言を以下に記載しています。2019年1月4日の「柔軟に見直す」発言が株式市場に好感されてはいるものの、この発言も「バランスシート縮小と市場ボラティリティの因果関係」が見直しの前提となっており、その検証は実際には非常に困難であると思われます。実際、議長は1月10日

にバランスシート縮小発言を再度行っています。FRBの本音としては、市場のボラティリティや景気・物価のダウンサイドリスクに対しては利上げ休止で対応し、バランスシートについては可能な限り縮小させるという考え方であるようです。

[FRB パウエル議長の最近の発言]¹

2018年12月22日

“バランスシート縮小政策の変更は不要。バランスシート縮小は市場ボラティリティの原因ではない”

2019年1月4日

“もしバランスシート縮小が市場ボラティリティの原因なら、柔軟に見直す”

2019年1月10日

“バランスシートは今後かなり小さくなる”

FRBの最適なバランスシート水準とは

FRBは実際のところバランスシートをどこまで縮小できるのでしょうか?この点について考えてみたいと思います。

足元の準備預金残高は1.6兆米ドル程度²ですが、1年後には1兆米ドル程度まで縮小することが見込まれます。FRBは最適なバランスシート及び準備預金の水準を考える上で、FFレートが急騰しないことを重視しており、それに連して2018年9月には“Senior Financial Officer Survey”³を10年ぶりに実施しています。同Survey結果によると、民間銀行は準備預金残高が1兆米ドルまで減少する分には

FRBの本音としては、市場のボラティリティや景気・物価のダウンサイドリスクに対しては利上げ休止で対応し、バランスシートについては可能な限り縮小させるという考え方であるようです。

問題ないと回答になっていることから、少なくとも2020年初めまではFRBのバランスシート縮小は継続すると思われます。一方で、その後はFFレートの動きを横目でチェックしながらの運営となることが予想されるため、バランスシート縮小ペースは必然的に緩和せざるを得ないと思われます。また、準備預金残高が1兆米ドル到達以前から縮小ペースを緩やかにする“ソフトランディング”的可能性もあります。

日本債券への投資機会

事業債の短中期ゾーンに投資妙味があると思われます。非国債セクターには過熱感があり、注意を要する局面にあると捉えています。よって価格変動性の高い長期ゾーンについては保有を抑制すべきと考えています。一方、日銀の緩和的な金融政策の下で短中期ゾーンや内需関連の事業債はディフェンシブな価格推移が見込まれます。よって事業債短中期ゾーン中心の保有により、市場環境悪化時の価格下落を抑制しながら一定のキャリー収益を獲得することができると考えられます。事業債の中では、生損保等が発行する利息繰延条項付劣後債や都銀が発行するAT1債に投資妙味があると判断しています。生保や都銀の規制環境の変化から生まれた比較的新しい投資商品であることから、スプレッドは高い信用力や一定の流動性に対して割安な水準に放置されている可能性が高いと捉えています。

1 ブルームバーグ、2018年12月

2 FRB

3 US Federal Reserve <https://www.federalreserve.gov/data/sfos/files/senior-financial-officer-survey-201809.pdf>、2018年9月

景気サイクル後期における長期的な景気拡大： 試される米国の強気相場の持続力

グローバル・インテリジェンス | 米国株式



景気サイクル後期における長期的な景気拡大： 試される米国の強気相場の持続力



主なポイント

- 好調な消費に牽引された米国の経済成長は、2019年も米国株式市場の支援材料になると見られます。
- 持続的な景気拡大の妨げとなる主な要因は、米中貿易摩擦の深刻化と長期化であると考えます。
- セクター別では、コミュニケーション・サービス、金融、ヘルスケア、一般消費財・サービス、情報技術を中心に、引き続き投資機会が存在すると見て います。

エモリー・W(サンディ)サンダース、CFA

米国株式チーム

シニア・ポートフォリオ・マネージャー

2019年の米国経済は、約2~3%の「適度な」成長率で拡大することが予想されます。失業率は歴史的低水準にとどまる可能性が高く、賃金は順調に伸びることが予想されます。金利については、緩やかなペースで上昇し、消費者および企業の景況感は好調を維持すると見られます。景気サイクルの後期にあたる現段階では、米国の企業業績は伸びが鈍化する可能性があるものの、減税や規制緩和が引き続き多くのセクターの成長を後押しし、2桁の伸びが期待されます。インフレ率については、コモディティ価格に大幅な上昇が見られなければ、米連邦準備制度理事会(FRB)の目標水準である2%近辺で推移する可能性が高いと考えます。これらは、米国株式に投資する投資家にとって力強い追い風になると思われます。

投資家は、2007-2008年の金融危機以降の低金利環境の下、長期にわたる景気拡大の恩恵を受けてきました。一方で、足元では、この景気拡大局面の異例の長さや、長期にわたる資産価格の上昇、また景気が過熱する可能性等について不安が台頭してきており、景気サイクルの後期にあたる現在が、弱気相場の前段階にあるのかどうかといった点が注視されています。しかし、実際に景気が減速するとしても、景気の過熱やFRBによる金利正常化が原因となるのではなく、むしろ国際貿易における様々な政策の失敗が、その引き金になると考えられます。それは、とりわけ米中間の貿易摩擦が懸念のままで終わらず、実際に深刻化した場合です。米中貿易摩擦が激化した場合、企業景況感は長期的な悪化局面に突入する可能性が高く、世界経済とサプライチェーンに幅広い影響を及ぼし、「景気サイクル後期の長期化」というシナリオは一瞬でぐらつく恐れがあります。

主要リスク：米中貿易摩擦を背景とした企業景況感の悪化

2018年12月1日に閉幕したG20サミットでの首脳会談を経て、貿易を巡る米中両国間の緊張はやや緩和したと見られるものの、この問題はもはや一時的なリスクではなくなってきていると考えられます。2018年には、NAFTA（北米自由貿易協定）がUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）に姿を変えて再発足したように、一部の修正によって問題が解決できたケースもありましたが、他の市場にとっては国際貿易の状況の悪化はより深刻な問題となりました。

G20サミット後は、米中貿易摩擦の激化に一旦歯止めがかかった格好になりましたが、この問題が深刻化する可能性が消えたわけではありません。事実、このニュースが伝えられた後も、市場ではボラティリティ（価格の変動性）が高まり、米中どちらの側からも、会談での取り決めが撤回あるいは反故にされる可能性があり、それに対して市場参加者が憂慮しているという構図が浮き彫りになっています。米中貿易摩擦問題が深刻化すれば、企業景況感は大きな打撃を受け、グローバル金融市場の多くの領域に影響を及ぼす可能性があると考えられます。

2018年後半には既に変化の兆しが現れています。世界的に銀行貸出の伸びが鈍化し、企業の設備投資に対する懸念が高まりました。新たに

税制優遇措置を受けた米国企業については、引き続き設備投資を拡大する傾向が見られるものの、弊社がリサーチ対象としている銘柄の中には、設備投資をためらう企業も始めています。セクター別では、米中貿易摩擦問題が長引けば、OEM（相手先ブランドによる生産）企業やRV車メーカーをはじめとした自動車関連企業などの耐久消費財銘柄が影響を受ける可能性があります。現在、これらの企業の業績は2桁の増益や20%超のROC(資本利益率)を実現するなど好調ですが、中国から輸入する構成部品の30%に25%の関税が課せられた場合は（米中貿易摩擦が再び激化すれば、その可能性はあると考えられます。）、他の企業にも影響が及ぶと予想されます。

中小企業の景況感は好調を維持

10項目の指標をもとに算出される米国中小企業楽観指数（季節調整済み）（1986年1月～2018年11月）

120



出所：全米自営業者連盟（NFIB）、2018年11月

一方で、その影響の大きさは、セクターや企業のサプライチェーンによって大きく異なると考えられます。関税が引き上げられれば、関税費用が消費者に転嫁されることにより、消費者需要が低迷し、業績見通しと同様、企業の収益性にも直ちに影響が出ると考えられます。また、こうした影響が経済の大部分に及んだ場合（中国の影響力を過小評価すべきではないと考えます。）、インフレ率と金利に上昇圧力がかかることが予想されます。

中国と米国どちらも景気後退を望んでいないことは明白です。また過去10年間で世界的なサプライチェーンを構築した米国企業が関税を望んでいないことは言うまでもありません。一般論として、妥協点を見いだすことについては、すべての関係者の利害が一致しています。問題は冷静な論調が主流になるかどうかですが、両国のトップ（ドナルド・トランプ大統領と習近平国家主席）はともに、方針を撤回をしたり、実質的な譲歩を行うことに関しては、そうすることで多くを失うと考えるタイプの人物であると見られることから、弊社ではそのような展開は期待しづらい状況にあると見てています。

投資機会が存在する5つのセクター

2019年は引き続き米中貿易摩擦を巡る報道が紙面を賑わせ、国際貿易から目が離せない1年になると予想されますが、弊社では、とりわけ5つのセクターに魅力的な投資機会が存在すると考えています。悲観的なシナリオが現実となり、企業景況感が悪化した場合には業績にバラツキが生じ、各セクターの中でファンダメンタルズが最も健全な企業が有利になると考えられます。一方で、楽観的なシナリオが現実となった場合は、各セクターの幅広い企業が業績を伸ばすと期待されます。その中でもとりわけ、クオリティー、イノベーション、自己資本の面で優位性を持つ企業が有利になると考えます。

先行き不透明感を反映した企業景況感

企業景況感指数（2000年1月～2018年11月）



出所：経済協力開発機構（OECD）、2018年12月

投資機会が存在する5つのセクター

1

コミュニケーション・サービス

デジタル広告およびメディア企業については、データセキュリティおよびプライバシー問題という逆風を乗り越えられると見ています。これらの企業は潤沢な資本を有していることに加え、米国では現在もデジタル広告がターゲット広告のプラットフォームとして選ばれていることから、これらの企業がセキュリティや監視の強化措置をとりながら市場シェアを固め、収益を伸ばしていくと予想されます。ターゲットを絞ったデジタル広告やマーケティングに対する需要は堅調で、このトレンドは長期的に続くと思われます。

2

金融

米国の大手銀行は、潤沢な自己資本を積み上げています。また、S&P500種指数を構成する銀行セクターの株価収益率（PER）は、2018年12月前半時点でのS&P500種指数全体のPERの6割程度の水準となっています。これは、過去において、銀行セクターのPERがS&P500種指数全体のPERに対して6～8割の範囲で推移してきたことを勘案すると、相対的に割安な水準にあると見られます。銀行セクターは、米中貿易摩擦が激化しても、その堅固な財務状況や与信規律、割安なバリュエーション等が支えとなり、世界的な景気拡大局面では、その波に乗りやすいと考えられます。弊社の調査によれば、現在、大手銀行の平均ROTCE（有形自己資本利益率）は15%前後であることから、今後も純資産の拡大および安定的な配当成長が期待されます。

3

ヘルスケア

2019年に米国議会のパワーバランスが変化すれば、オバマケア（医療保険制度改革法）の存続に追い風が吹き、当セクターの一部の銘柄にとってプラス材料になることが予想されます。世界的な高齢化やより安い医療品への需要を背景に、医療効果と価格という双方のニーズを満たす製品を提供できる大手企業が好業績を収めると予想されます。加えて、新しい医薬品や医療製品の開発能力を有する企業にも引き続き投資妙味があると見ています。

4

一般消費財・サービス

米国の消費者の景況感は良好で、失業率は低く、引き続き負債比率も過去と比べて低水準にとどまっています。これまで米国景気は順調に拡大を続けてきましたが、2018年12月時点では、多くの銘柄が既に景気後退を織り込んだ株価で取引されています。ミレニアル世代が成長して労働人口の約40%を占めるようになった今、この年代が求めるオンライン・サービス、住宅、体験等を提供できる企業が利益を上げると見ています。

5

情報技術

当セクターの一部の銘柄は、割高な水準にあると見られてきましたが、弊社では、当セクターには短期的にも長期的にも大きな投資機会があると見ています。テクノロジーが日常生活の大きな役割を占める流れは続いていることに加え、完全雇用状態の米国では、成長を促すために必要な生産性の改善（クラウド・サービス、ソフトウェア、モバイル）に企業が投資を続けると考えられるためです。

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、特定の投資商品の取得勧誘または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、敵対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、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