Manulife Investment Management

# グローバル・インテリジェンス

## 2020年下期 投資環境見通し

# 回復への道のり

私たちがこの半年間に歩んできた道のりは、過去には想像することもできなかったような波乱に満ちたものでした。投資家が世界的なパンデミックの拡大を急速に織り込もうとしたことや、各国政府の指示により経済活動が停止したことを受けて、第 1 四半期の市場は急落し、その後、第 2 四半期に入ると急激に回復を遂げました。上昇を牽引したのは、さまざまな景気刺激策や、景気回復の兆し、そして治療薬の発見に対する期待でした。四半期ベースで見た年初来の S&P 500 株価指数のパフォーマンスは、過去 20 年間の最低と最高を記録しました。

マニュライフ・インベストメント・マネジメントのグローバル・チーフ・エコノミストのフランシス・ドナルドによれば、このかつてない経済と市場への逆風はまだ始まったばかりであり、今後 3 つの段階の回復を想定しています。パンデミックを背景に、足元のマクロ経済トレンドや利回り追求の動きは加速することが予想されます。カナダ債券チーム・ヘッドのロシャン・ティルおよびグローバル・マルチ・セクター債券チーム・ヘッドのダニエル・ジャニスは、世界各国の中央銀行による前例のない介入により債券投資のリスク評価がいかに困難となっているか、また投資家がどう対処すべきかを取り挙げます。

すべての危機がそうであるように、足元の危機にはチャンスも潜んでいます。パンデミックによって加速したトレンドや、サステナブル投資に対する世界的な注目の高まりは、その例と言えるでしょう。本号では、カーボン・オフセット市場の拡大がいかに森林投資にとってプラスとなりうるかを解説しています。

リスクは大きく、不透明な点は多いものの、私たちは市場がこの先ある程度落ち着きを取り戻すとの見方を維持しています。不確実な道を進む時の最善の備えは、常に物事を冷静に見据え、長期的な視点を持つことです。

本号「グローバル・インテリジェンス」が、ご参考情報として、皆さま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**
グローバル・ヘッド、伝統資産部門
マニュライフ・インベストメント・マネジメント
CEO 兼 CIO

**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

## 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今後6～12ヵ月の見通しを以下にまとめています

出所：アセット・アロケーション・チーム、マニュライフ・インベストメント・マネジメント、2020 年7 月21 日時点。上記の見解・見通し・運用方針は作成時点における当チームの見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。また、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。各運用チームの見通しは上記とは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ことがあります。

Manulife Investment Management

**グローバル・インテリジェンス | マクロ経済**

# 3 段階の世界経済回復

フランシス・ドナルド
グローバル・チーフ・エコノミスト

主なポイント

- コロナショック後の世界経済の回復は、「V」、「U」、「L」などのアルファベット1文字の形状では表しにくいと考えられます。むしろ、3つの段階に応じた複数の文字の組み合わせとなる見込みであり、回復の第1段階はリスクオン心理が広がる急回復局面を想定します。
- 第2段階では、成長に対する逆風が勢いを増し始め、回復は停滞すると予想します。11月の米国大統領選挙や不安定な米中関係が市場心理を大きく左右する可能性があります。
- 長期的には、各国が経済の米中依存脱却を図る中で、次第に脱グローバル化が進行すると予想します。

## 複雑な形状が予想される世界経済の回復

今後予想される世界経済回復の形状は、「V」、「U」、「L」などのアルファベット 1 文字で表すことは困難です。むしろ、今後、想定される 3 段階の回復がそれぞれどのような特徴を有し、それらによって生じる投資機会とリスクについて考察する方が有益です。

## フェーズ 1：急回復（4 月中旬～ 9 月）

### 財政支出と超緩和的金融政策が回復を下支え

私たちがモニターしている世界各国の一連のデータによれば、回復の第 1 フェーズが 4 月中旬に始まっていたことを示しています。5 月以降、一部の経済指標において前週比、前月比で極めて良好な内容となった理由はこれで説明がつきます。

経済はこの第 1 フェーズで力強く回復し、2020 年 3 月から 4 月にかけて落ち込んだ GDP（国内総生産）の 60% ～ 70% を取り戻すと予想されます。基本的にこのフェーズは従来の景気後退からの回復とは異なり、自然災害後に見られる経済回復に酷似すると考えられます。実際、最初は V 字回復の様相を呈するでしょう。

特に、世界の製造業データは力強く回復し、多くの国で夏季の購買担当者景気指数が景気拡大を示す水準に回復することが予想されます。

多くのエコノミストが、足元のマクロ経済指標における財政政策の効果よりも、2020 年後半に想定される問題にフォーカスしていることから、この初期の V 字回復の勢いを過小評価しているように思われます。例えば、家計所得を見てみると、米国だけでも、4 月の世帯への財政支出額は約 3 兆米ドルに達しており、報告されている逸失賃金および給与の 1 兆米ドルを大幅に上回っています。その結果、米国の家計所得は実際にはこの期間中に約 2 兆米ドル増加しました。こうした消費者に安心感を与える米国政府の財政支出は、失業率の上昇による影響を和らげる上で大きな役割を果たしています。

また、世界各国の中央銀行が 3 月に実施した大規模な金融緩和策によって、世界的な金融危機の発生を回避できたことについては多くの人が認めるところです。超低金利は貯蓄には不利ですが、住宅購入や借入などにとっては好ましく、家計と企業の債務返済コストの低減に寄与します。また、米ドルの下落と原油価格の安定も、この急回復フェーズにおいて重要な役割を果たす可能性があります。

回復の3つの段階

| フェーズ1：急回復 | フェーズ2：回復の停滞 | フェーズ3：新常態 |
|---|---|---|
| 現在 ～9月 | 9月～2021年末 | 2022年以降 |
| ☐ 経済指標の改善 | ☐ 所得支援終了による景気浮揚効果の減少 | ☐ 新型コロナウイルス感染拡大によってもたらされた構造変化がさらに進展 |
| ☐ 消費者の開放された累積需要が小売セクターを下支え | ☐ ソーシャル・ディスタンシングの要請に応じた営業規模縮小により企業収益が減少 | ☐ 脱グローバル化の加速 |
| ☐ 超緩和的金融政策 | ☐ 特定のセクターで失業率が高止まり | ☐ 高まる緊縮財政要請 |
| ☐ 家計への過去最高水準の財政支出 | ☐ 地政学的リスクが顕在化 | |

出所：マニュライフ・インベストメント・マネジメント、2020年6月。上記は例示のみを目的としています。

### 市場見通し

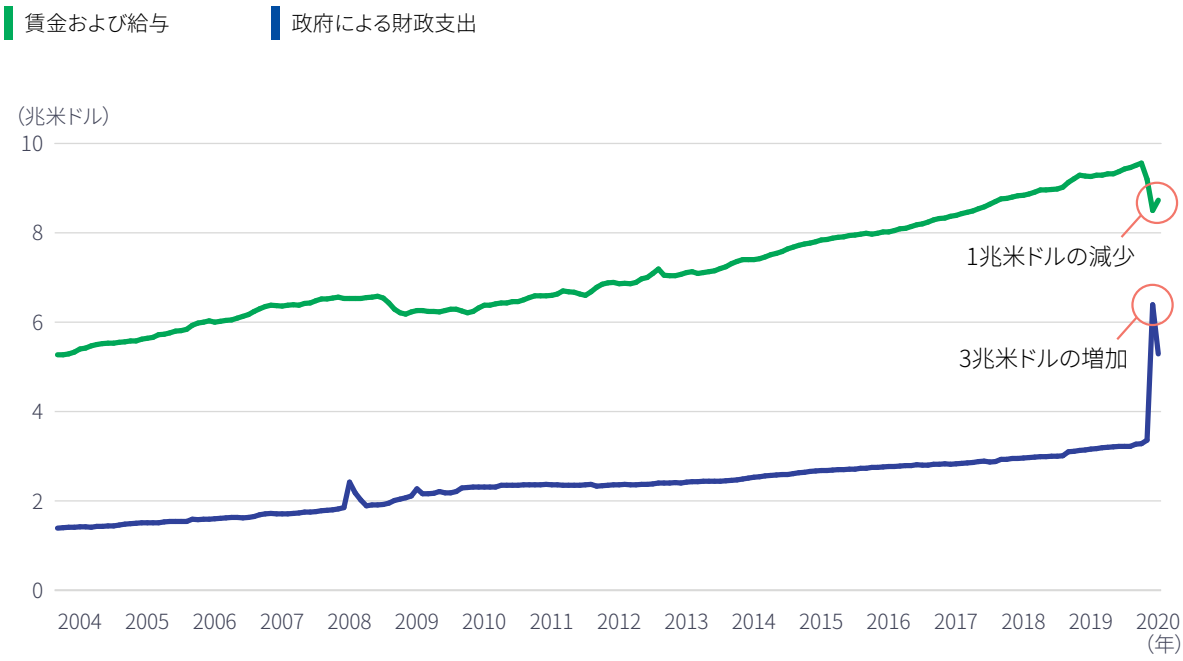
多少の障害は見られるとしても、今後数ヶ月はリスクオン心理が広がる局面になると予想します。インフレや成長期待が高まる中でも、中央銀行は引き続き短期金利の低位安定化を図ろうとすることから、世界の先進国市場ではイールドカーブがスティープ化する可能性が高いでしょう。一方、米国の双子の赤字拡大懸念の高まりやグローバル金融システムにおける慢性的な米ドル不足を背景とした米ドル供給量の増加から、米ドル上昇に歯止めがかかると思われます。

“第1フェーズでは、2020年3月から4月にかけて落ち込んだGDPの60%～70%が急速に回復すると予想されます。”

### リスク要因：

- 新型コロナウイルスの感染拡大またはウイルスの著しい突然変異
- 米中貿易摩擦や地政学的リスクの短期的な悪化
- 財政／金融支援策の時期尚早の終了
  （ただし、可能性は低い）

新型コロナウイルス感染症が家計に与える影響：給与と賃金は減少したが、政府の家計支援は急増




出所：ブルームバーグ、Macrobond、2020年6月17日現在。

## フェーズ 2：回復の停滞（9 月～ 2021 年末）

**財政支出の段階的縮小に伴い、経済成長の勢いが失速**

私たちは、フェーズ1における経済回復に対する楽観的見通しと同じくらい、2020 年下期については、前月比や前四半期比の堅調な指標に失速感が出始めることを強く懸念しています。投資家の重点は、指標の変化率を見て減速しているが改善したという事実を好意的に受け止めることよりも、新型コロナウイルス感染拡大前の水準と比較することへ移行すると考えられます。

特に重要なことは、新型コロナウイルス感染症のワクチンが広く普及するまでは、何らかの形のソーシャル・ディスタンシング対策が不可欠だということです。つまり、多くの企業は営業規模を大幅に縮小せざるを得ず、それが収益の減少や労働力需要の低下、最終的には収益性の低下につながる恐れがあるということです。この時期に企業のデフォルト率は再び上昇に転じる可能性があると考えます。フェーズ1で後退したように見えたリスクが、フェーズ2において再び顕在化するだけでなく、さらに増大する可能性があります。

またこの時期に、家計と企業のいずれに対する財政支援も縮小される可能性がありますが、どの程度の支援策が終了するのかは明らかではありません。重要なことは、支払猶予の対象となっている住宅ローンやクレジット・カードの返済期限が到来する時期と重なることです。そのため、延滞率が上昇して不良債権の償却が必要となる可能性があり、さらなる逆風となりかねません。

フェーズ2においても、超緩和的な金融政策の継続が予想されますが、景気刺激策としての効果は弱まると思われます。この停滞期は、インフレ圧力が弱く、雇用状況が悪化するものの、それに対処するための有効な手段が少なくなっているため、世界各国の中央銀行にとって試練の時期になる可能性があります。

憂慮すべきは、失業者数やパートタイムなどの不完全雇用者数が高止まりし、米国経済成長の主な牽引役である個人消費支出に徐々に悪影響を及ぼし始めると見られる点です。市場予想では、米国の失業率は当面高止まりし、2021 年末においても 9.5%と新型コロナウイルス感染拡大前の水準を 6% 近く上回ります[1]。

> “第2フェーズでは、家計と企業に対する財政支出が縮小される可能性がありますが、どの程度の支援策が終了するのかは明らかではありません。”

アジア・パシフィック地域では、先進各国に数週間先行して景気回復が見られますが、冷え込んでいる消費者心理が製造活動ほど急速には回復しないことを示唆しています。他の地域においても、同様の展開になると想定されます。

忘れてはならないのが、このフェーズ2では市場の重大なリスク要因である米国大統領選挙が予定されていることです。選挙結果にかかわらず、米中貿易摩擦は中期的に悪化すると見られ、幅広いリスク資産や新興市場に対して影響を与える可能性があります。さらに、ブレグジットや EU（欧州連合）の結束をめぐる懸念もこの時期に表面化し、投資家の不安はこの時期に増幅する可能性があります。

“第 2 フェーズでは、第 1 フェーズで後退したように見えたリスクが再び顕在化するだけでなく、さらに増大する可能性があります。”

**市場見通し**

この時期は市場の不透明感が著しく高まり、質の高い資産が選好される可能性があります。幅広いリスク資産がボックス圏内で推移するか、下落すると予想します。インフレ状況は軟調ながらもわずかに改善が見られ、中央銀行のバランスシートが拡大していることを背景に、金が選好される可能性があります。また、米国のイールドカーブのスティープ化が続くと思われますが、フェーズ1に比べると、ペースは鈍化するでしょう。

**リスク要因：**

- 停滞期が基本シナリオ通りになるかどうかは財政政策次第であり、それは大統領選挙の結果に左右されます。
- 新型コロナウイルス感染症のワクチンが予想よりも早期に広く普及した場合、停滞期を速やかに脱して景気は再加速する可能性があります。一方、感染の第 2 波が到来し、再び都市封鎖（ロックダウン）措置が取られた場合には、停滞期は「二番底」に陥る恐れがあります。

## フェーズ 3：新常態（2022 年以降）

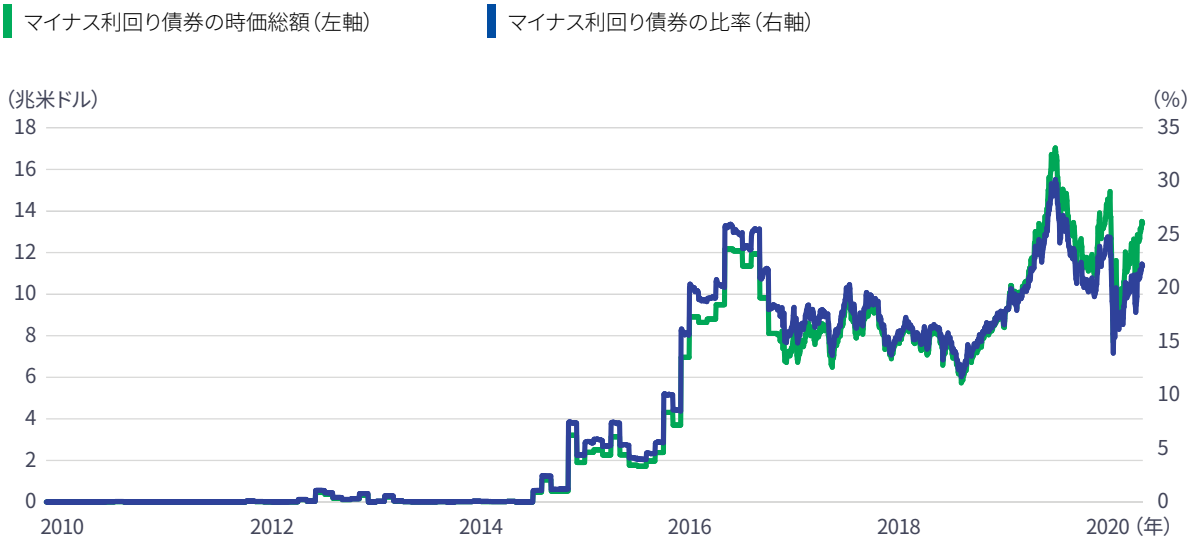
**脱グローバル化、税制変更の可能性、いっそう高まる利回り追求ニーズ**

この数ヶ月、コロナ後の世界で想定されるグローバル経済の構造変化について、盛んに論議が繰り広げられています。新型コロナウイルスの感染拡大が、すでに進行していた変化を加速させたと考えられます。特に投資家が注目する必要があると思われるテーマは次の 3 点です。

1 企業が国内のサプライ・チェーンを構築する重要性を認識し、政府も米中依存度の低下を図ろうとすることによって、脱グローバル化が加速する可能性があります。また、各国が将来、同様の危機が発生した場合に備えて、食料や医療品のサプライ・チェーンの強化に注力することも考えられます。これは最終的に緩やかなインフレを発生させ、既存の貿易圏の強化や新たな貿易圏の形成により、地域主義の考え方はさらに合理性を増すと思われます。

2 この時期までに、多くの国では景気下支えのために巨額の財政支出を行った結果、財政状況がおそらく過去最悪の水準まで悪化している可能性があります。緊縮財政が求められるとともに、再分配政策の

マイナス利回りとなっている投資適格債の残高および比率




出所：Macrobond、ブルームバーグ、2020年6月18日現在。投資適格債：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合債券指数

要請も高まると予想されます。今後 2 年間にこうした状況が現実のものとなる可能性は必ずしも高くありませんが、市場は膨大な額に膨れ上がった公的債務に対処する必要があり、こうした債務負担に対する考え方が見直されるかもしれません。さらに、個人および法人の税制に大きな変更が行われる可能性があります。

**3** 当面、ゼロ金利またはマイナス金利が続く可能性があります。また、主要各国の中央銀行は 2025 年までは利上げに踏み切ることはないと予想しています。こうした中で「利回り追求」ニーズは次の段階へと進み、投資家はリスクを拡大させて、国債から高利回り資産へシフトさせる動きが加速することになると考えます。

### 市場見通し

フェーズ3では、引き続き米ドルの下落基調が続くと予想されますが、米国の双子の赤字に加えて、世界の金融システムにおける慢性的な米ドル不足を背景とした米ドル供給量の増加が米ドルの下押し圧力になると考えられます[2]。投資家にとっては、超低金利が続く環境において、株式の魅力が相対的に高まるでしょう。一方、これまで見られたような米ドル・外国株式の逆相関が変わらないと仮定すると、米ドル安によって外国株式のパフォーマンスが米国株式を上回る可能性があります。クレジット市場では、利回り追求の動きが再び強まり、投資家にとって高利回り資産や新興国債券の魅力が増すものと思われます。

### リスク要因：

私たちの基本シナリオではないものの、世界経済の見通しの下方修正につながるようなリスクがいくつかあります。

- 新興国の国際収支危機の再発
- 超緩和的金融政策によるゾンビ企業の増加
- クレジット市場のバリュエーションをめぐる懸念

一方で、長期的に見ると上振れリスクもあり、投資家は注意が必要です。世界各国政府が生産性向上にフォーカスした政策を強化し、うまくいった場合には、生産性と成長率の向上をもたらし、幅広いリスク資産の下支えと長期にわたる持続的な経済成長につながる可能性があります。

## まとめ

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大は、金融市場に前例のない不透明感と混乱をもたらしています。経済の観点から見ると、断固とした政策対応はこれまでのところ、世界的な金融危機の回避に効果を上げています。これ自体、大きな成果です。重要なことは、フェーズ1においてリスクとリターンについての考え方を見直す時間ができ、多難が予想されるその後のフェーズを乗り切る最適な方法を見出す機会が得られたことでしょう。

**1** ブルームバーグ、2020 年 6 月 18 日現在。 **2** ニューヨーク・タイムズ 2020 年 3 月 20 日版「 This Is the One Thing That Might Save the World From Financial Collapse 」

Manulife Investment Management

**グローバル・インテリジェンス | グローバル債券**

# 中央銀行の緊急対策によってリスク評価が困難になった債券市場

ロシャン・ティル
カナダ債券チーム・ヘッド

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


主なポイント

- 新型コロナウイルスの感染封じ込め対策として、都市封鎖（ロックダウン）が広く実施されたことなどを背景に、市場心理や景気は急速に悪化しました。
- 世界各国の中央銀行は、とりわけ債券市場で逼迫していた流動性を回復させるため、迅速かつ積極的に対応しました。
- 奏功した大胆な政策の代償は未知数であり、今や債券市場では、リスク評価のための伝統的なメカニズムの多くに歪みが生じています。
- パッシブ運用は、従来よりもショックに対する脆弱性が高まったように見受けられるため、債券投資家は、今後、国、セクター、銘柄を機動的に変更するポートフォリオの比重を高めていく必要があるでしょう。

リーマンショック以降、あるいはその当時でさえ、世界経済が 2020 年のように劇的かつ急激に変化したことはありませんでした。世界が新年を迎えようとしていた 2019 年 12 月 31 日、中国の武漢市では、肺炎に似た症状に苦しむ数十の症例が確認されました。それからひと月経たないうちに、6 ヵ国以上で、新型コロナウイルスとその感染症が確認され、中国政府は武漢市全域と 1,100 万人の住民を封じ込め、世界保健機関（WHO）は世界的な緊急事態を宣言しました。2 月に入ると死亡者が世界中で増加し、3 月 13 日には、各国首脳に続いて、米国のトランプ大統領が国家非常事態を宣言しました。しかしその頃には、市場では既にパニックが広がっていました [1]。

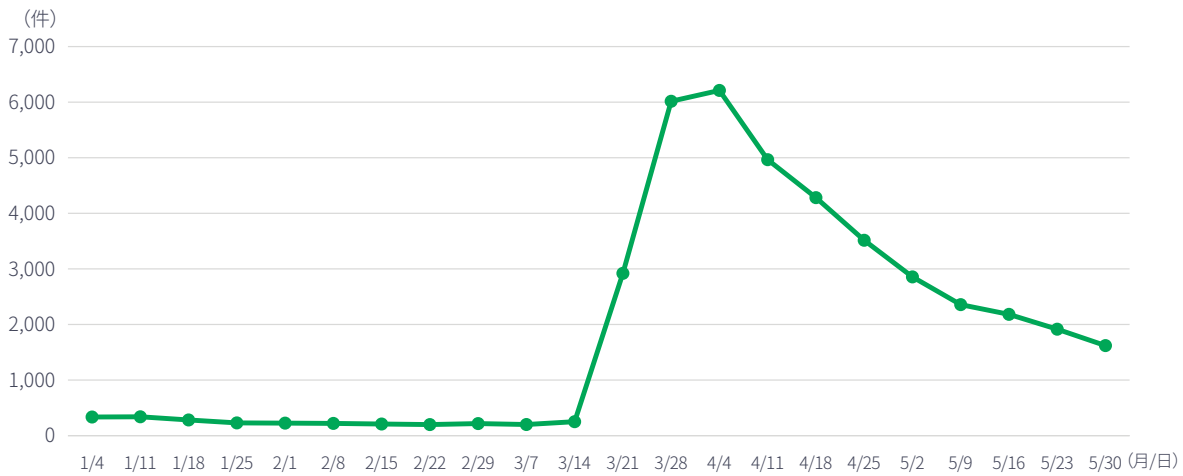
## 公衆衛生と景気を両立させることの難しさ

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大の初期に起きた変化は、実に目まぐるしいものでした。2 月 19 日に史上最高値をつけた S&P500 種株価指数は、3 月 23 日までの間に 3 分の 1 超下落しました [2]。リーマンショック時の市場の急落と景気後退が政策担当者の記憶に新しかったことから、各国中央銀行は迅速に対応に乗り出しました。3 月半ばには、わずか数週間前に金利の誘導目標レンジを 1.50% ～ 1.75% に設定していた FRB（米連邦準備制度理事会）は、実質的に 0% への利下げを行いました [3]。同様に、カナダ銀行（中央銀行）も 3 月に 3 回の利下げを行い、合計 1.5%引き下げて 0.25% としました [4]。これらの対応はほんの序章に過ぎませんでした。

FRB は、約 10 年前に導入した QE（量的緩和）プログラムをすぐに復活させ、2 日間で 800 億米ドル相当、その後数ヶ月間で更に 7,000 億米ドル以上の債券を購入する計画を発表しました。そのほかにも、CP（コマーシャルペーパー）の買い取りを通じた資金供給制度や、プライマリーディーラー向け貸出制度、および MMF（マネー・マーケット・ファンド）への流動性供給制度を発足させました。つまり FRB は、個人投資家や機関投資家が保有資産の換金売りに動く中で実質的にあらゆる資産を買い入れる姿勢を示しました [5]。またカナダ銀行も、QE プログラムを新規に導入するなど、借入コストを引き下げるための一連のプログラムを打ち出しました [6]。

株式市場などのリスク資産は、一般的に先行指標と言われます。投資家が 3 月前半に懸念したのは、必ずしもウイルスの感染拡大や公衆衛生上の被害ではありません

米国の新規失業保険申請件数（週次、2020年初来）




出所：米国労働省、2020年6月末現在

でした。投資家が景気という観点からそれ以上に懸念したのは、政府による感染封じ込め策でした。中国から韓国、イタリア、欧州の大半、ついには北米に至るまでの世界各国の政府は、実効性の確証がないまま移動制限や都市封鎖に急いで踏み切らざるを得ませんでした。これらの措置の内容は国によってまちまちだったものの、ウイルスの感染拡大を食い止めるという目的は一致していました。

“債券市場では、リスク評価に用いられてきた一般的な指標が歪められ、信頼性が低下したことから、指標を当てにしてきた投資家は戸惑うことになるでしょう。”

都市封鎖がたちまち経済に影響を及ぼしたことについては、ご存知の通りです。トランプ米大統領が国家非常事態を宣言してからわずか 1 週間ほどで、米国の新規失業保険申請件数は前週の 10 倍に膨れ上がり、史上最多の 290 万件を記録しました。更にその翌週には申請件数が 2 倍に増加し、600 万件を上回りました[7]。

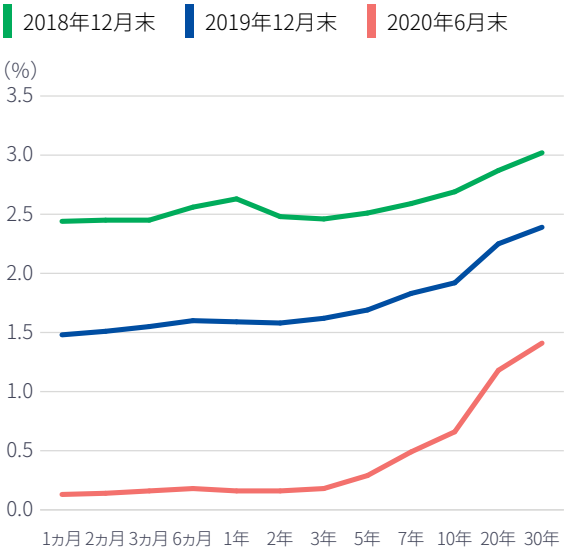
景気悪化のスピードと深刻さを目の当たりにした市場関係者の多くは、先進国は不況に陥るのではないかとの懸念を募らせました。現時点では事態がそこまで深刻化する可能性は低いと思われるものの、初めに市場心理、次いで世界経済がかつてないほど急激に悪化した結果、世界各国の中央銀行が前例のない規模の対応を迫られたことは事実です。しかし中央銀行の介入は代償を伴います。中央銀行が膨張したバランスシートを 2008 年以前の水準に戻そうとすれば、新たな難題に直面することになりますが、投資家も同様に新たな課題に直面します。特に債券市場では、リスク評価に用いられてきた一般的な指標が歪められ、信頼性が低下したことから、指標を当てにしてきた投資家は戸惑うことになるでしょう。

## 指標の信頼性の低下：割に合わないリスクと化したデュレーション

世界の多くの国では、国債の利回りは実質的にゼロになっており、米国債の利回りは、ほぼ全ての年限において 1% を下回っています[8]。この事実だけでも多くの問題を抱えています。多くの債券投資家は、当然ながらインカムを求めており、たとえわずかであってもインカム獲得を目的とするポートフォリオは、これまで以上にリスクを取ることが必要になっており、具体的には、相対的に流動性が低い銘柄や信用リスクが高い銘柄、あるいはその両方の特性を持つ銘柄への投資が必要になっています。ある意味で低利回りという問題は以前からあるものの、問題は大幅に深刻化しています。現在の 30 年物米国債の利回りが、年初時点での 1 ヶ月物米国債の利回りを下回っていることを考えれば、その深刻さがお分かりいただけるでしょう[8]。

利回りが低下しただけでなく、イールドカーブそのものが極端にフラット化した状態が続いています。イールドカーブが一般的な右肩上がりの形状であれば、投資家は、より多くのデュレーション・リスクを取ることで、それに見合うリターンを得ることができます。これは、年限が長い債券は、金利が上昇した場合においても、高いインカムによってその影響が緩和されることが期待できるためです。しかしこの仕組みは何年も前から機能していません。リーマンショック以降、イールドカーブは基本的に低成長またはゼロ成長が長期的に続くとの見通しを反映しており、この見通しにおいては、インフレ率、金利および経済成長率の急上昇は、実質的にテール・リスクと見なされています。

米国債のイールドカーブ




出所：米国財務省、2020年6月末現在

この 2 つの要因が相まって、先進国国債の投資妙味は、多くの点において、かつてないほど低下しています。もちろん、運用契約によっては先進国国債への投資を義務づけられたものもありますが、投資方針がある程度柔軟であれば、キャピタル・ゲインやインカム・ゲインがリスクに見合った適正なリターンとして期待できない長期国債への大きなアロケーションは見直すべきと思われます。

## 北米がマイナス金利政策を導入する可能性は低い

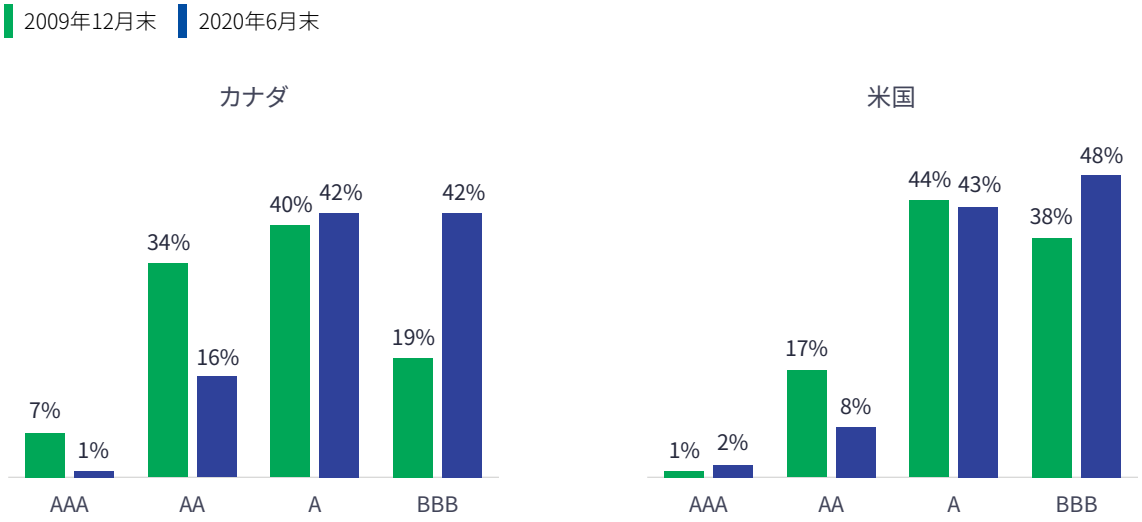
北米の国債利回りは大幅に低下していますが、下限はゼロになると見ています。南欧の財政危機を経て、ECB（欧州中央銀行）は 2014 年、景気刺激策としてマイナス金利政策を導入しました[9]。理論上、マイナス金利政策の目的は、中央銀行への準備預金にペナルティーを科し、銀行による投資と貸出を促すことにあります。銀行にとっては回避可能な損失を計上するよりは、投資と貸出に資金を回す方が望ましいはずです。しかし、このECB の取り組みは、圧倒的な成功とはなっていません。マイナス金利政策を導入しなければ経済状況は一段と悪化していた可能性があるものの、同時に欧州全体の経済が停滞したことも事実です。多くの金融機関がペナルティを負担して準備預金を維持したため、経済成長の後押しにはつながりませんでした。

こうした理由から、私たちは北米でのマイナス金利政策導入は想定していません。FRB はマイナス金利政策の導入は検討していないと明言しており、カナダ銀行も消極的な考えを示しています。加えて、マイナス金利政策は、金融政策の伝達メカニズムを損なうものです。マイナス金利の副作用によって、銀行の収益性が低下すれば、消費者や企業への融資を通じた健全な金融仲介機能や経済成長を促進させる役割も期待し難くなります。

## パッシブ戦略にとって大きな脅威となりかねないBBB格債のリスク

社債市場でも潜在的リスクが大幅に高まっており、一部のリスクは数年前から徐々に進行してきました。最も明らかな変化は、社債の市場構成です。低金利での借入が容易なことを一因として、相対的に低格付けの企業が社債市場に占める割合はこれまで以上に拡大しており、今や米国やカナダでは、BBB 格債が投資適格社債指数の最も多くの割合を占めています。とりわけカナダの変化は著しく、BBB 格債が同指数に占める割合は、過去 10 年間で 2 倍以上に拡大しました[10]。

投資適格債券ユニバース（2009年／2020年）




出所：ICEデータサービス、2020年6月末現在、上記構成比率はICEBofAMLグローバル・コーポレート指数のうち米国、カナダにおける各投資適格カテゴリーの構成比率を示しています。

これは大きなリスクと言えます。年初からの格下げや格付け見直し件数は既に 2019 年の通年を上回っており、2020 年第 1 四半期は過去 10 年で最多となりました。通年では、エネルギーセクターが低迷した 2015 年を上回る可能性は十分にあります[11]。

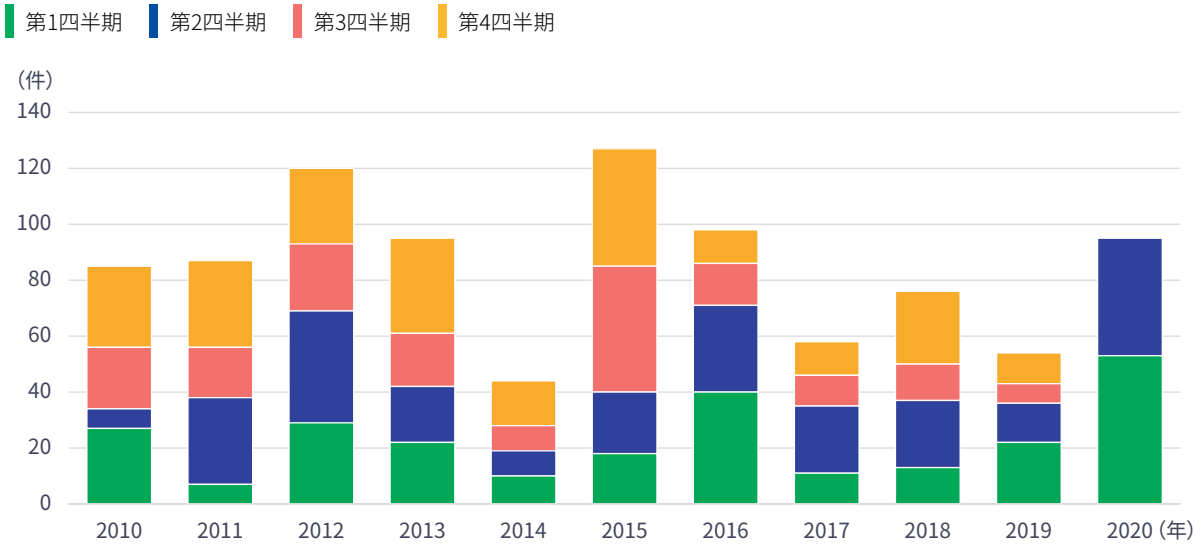
これまでのところ、格下げは、新型コロナウイルス感染拡大に伴う都市封鎖と原油価格の急落によって直接的な影響を受けたセクター（運輸、自動車、一般消費財、小売、石油・ガス）に集中しています。信用格付け機関は、不動産、銀行、保険、パイプラインなど、間接的な影響を受ける可能性が高いセクターに関しては、現時点では「景気サイクル全体を考慮して」評価する方針に傾いているようです。しかし、景気悪化の規模を考慮すれば、今後、更に多くの格下げが行われることが予想されます。

特に、BBB 格企業の格下げが相次いだ場合、負のスパイラルに陥るおそれがあります。BBB 格債を保有している投資適格債のアクティブ運用戦略の多くやパッシブ運用戦略は、これらの銘柄が投機的格付けへの格下げが行われた場合、売却せざるを得なくなるでしょう。このことは更なる価格の下落を招き、個人投資家向け資産運用商品で度々見られるように、価格の下落が一連の換金請求の引き金となる可能性があります。資産運用会社は換金請求に応じるために保有資産の売却を余儀なくされ、同じことが繰り返されることになります。

社債市場で投げ売りの連鎖が起きた場合、FRB やカナダ銀行が負のスパイラルを食い止めるために市場に介入する可能性はありますが、両中央銀行がリスク評価を可能にする価格発見メカニズムの更なる混乱を黙認するかどうかは不透明です。通常、債券価格や利回りはリスク水準に応じて変動しますが、その変動が指標として信頼できなくなった場合、とりわけパッシブ戦略の投資家はリスクの特定を全面的に信用格付け機関に頼ることになります。このことだけをとってみても、一部の投資家にとっては、運用について主体的というよりは受動的な意味合いが濃くなるでしょう。

国債のイールドカーブと同様、カナダと米国の社債のイールドカーブはいずれも、コロナ危機の最中に大幅にフラット化しました。社債長短金利差（短期社債と長期社債の利回りの差）は、通常の水準である 90bps ～ 100bps から、わずか 20bps にまで縮小しました[12]。市場に最もストレスがかかった時期には、社債市場の中で最も流動性が高い銀行セクターで長短金利が逆転し、短期債の利回りが長期債を上回りました。その後、金融・

格下げおよび格付け見直し件数（2010年～2020年）




出所：ムーディーズ、スタンダード＆プアーズ、フィッチ、DBRSモーニングスター、2020年6月末現在、2020年は6月末までの件数。

財政面での大規模な緊急措置によって徐々に正常化に向かい、長短金利差は現在、約 60bps まで拡大しています[12]。しかし正常化の程度にはばらつきがあり、たとえば BBB 格債のイールドカーブはフラット化したままであり、リスク／リターンの観点から見て好ましい状態にはありません。

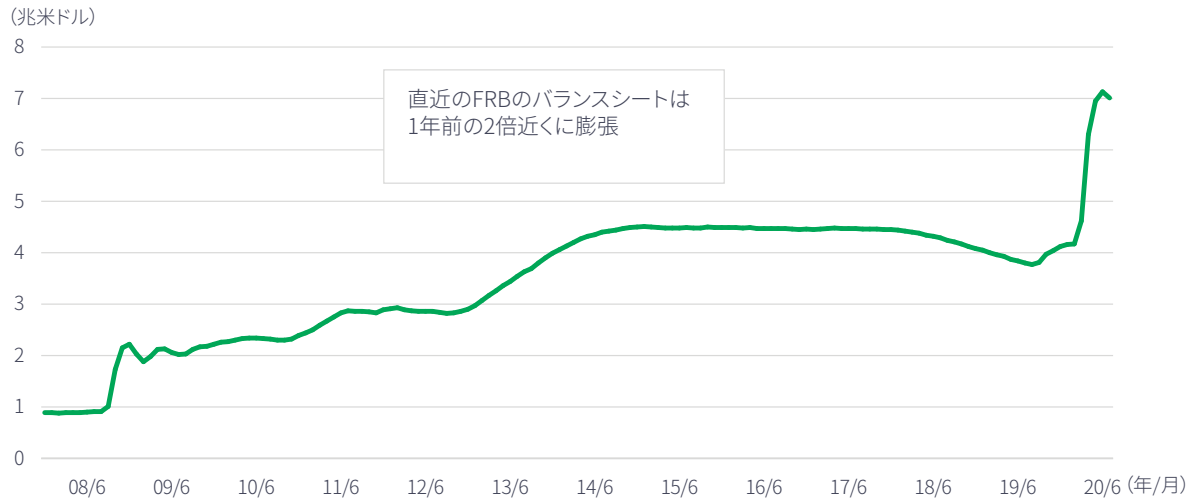
## 今後の見通し

都市封鎖が景気にどれほど影響を及ぼすかを予測することが困難であるのと同様、景気回復について予想することにも同じことが言えます。都市封鎖が緩和されて世界各地で経済活動が再開されつつある現時点での最も楽観的なシナリオは、景気が悪化した時と同じくらい急激に「V 字」回復するというものです。ただし、米国の 5 月の雇用統計は予想を大きく上回ったとは言え、景気が急速に元の常態に戻るという見通しは希望的観測のように思われます。むしろ、多くのエコノミストが想定する基本シナリオは、数四半期かけて景気が徐々に上向くというものです。市場と世界経済は今なお様々なリスクに直面していることから、私たちはこのシナリオの方が可能性が高いと考えています。一部の地域では新型コロナウイルスの感染者数と死亡者数が大幅に減少したものの、春先に大規模な感染拡大が起こらなかった地域を中心に、多くの地域で新規感染者数が増加し続けており、感染第 2 波の可能性も否定できません。また、主に米国の社会不安の高まり、11 月に予定されている米国大統領選挙にも注視する必要があります。市場は不確実性を嫌うものですが、今日の市場は不確実性に事欠きません。ただし、おそらく債券市場と世界の先進国にとって最悪期は過ぎており、この先は状況が悪化し続けるよりも緩やかに改善する可能性の方が高いと見ています。

> “市場は不確実性を嫌うものですが、今日の市場は不確実性に事欠きません。ただし、おそらく最悪期は過ぎたと見ています。”

このシナリオおよび他の多くのシナリオでは、各国中央銀行は引き続き流動性を確保し、市場を機能させる役割を担い、しばらくの間その役割が縮小することはないと思われます。市場の流動性が低下して機能不全に陥る

FRBの総資産




出所：セントルイス連邦準備銀行、2020年7月1日現在

よりは明らかに望ましいとは言え、市場参加者がリスクを評価するための伝統的なメカニズム（価格発見）や、中央銀行が景気をコントロールするための伝統的なメカニズム（金融政策）は、当面の間、当てにできない状態が続くでしょう。また、FRB が7兆米ドルを超えて膨らんだバランスシートの縮小を開始すると決定した場合、その影響は計り知れません[3]。

このような環境下においては、投資家にとってアクティブな銘柄選択に基づいて機動的に調整を行うことが最善策となるでしょう。これは新しい問題に対して昔ながらの解決策となるかもしれませんが、極めて重要な解決策でもあります。市場には、様々な異なるリスクが存在し、それらのリスクは、よりいっそう分かりにくくなっています。イールドカーブがフラットであることについて、長期債のリスクが短期債をわずかに上回るのみだと解釈すべきではありませんし、社債のイールドカーブがフラットであることをもって、業績が不安定な発行体についても強気見通しであると捉えるべきではありません。

多くの投資家にとって、安定したインカムや、高い流動性、そしてダウンサイド・プロテクションの観点から、引き続き債券へのアロケーションは必要と考えられます。これらは今なお実現可能であるものの、あらゆる面で、これまで以上に綿密にリスクを精査していく必要があります。今日の不透明なマクロ経済環境下では、ある程度見通しが立つまでの間、金利、クレジット、通貨を含め、リスク水準や流動性の異なる幅広い資産に分散投資することが適切だと思われます。潜在的なリスクをあぶり出すことが可能なアクティブ運用は、引き続き、不安定な市場における最善策と言えるでしょう。

**1**「コロナウイルス感染拡大の時系列」、ニューヨーク・タイムズ、2020年6月30日現在。**2** ウォール・ストリート・ジャーナル、2020年6月30日現在。**3** セントルイス連邦準備銀行、2020年6月30日現在。**4** カナダ銀行、2020年6月30日現在。**5**「時系列：コロナウイルスの脅威に対するFRBの対応」、アメリカン・アクション・フォーラム、2020年6月29日。 **6** 「カナダ銀行はQEのため2,000億カナダドル相当の債券を購入する計画」、ロイター、2020年3月31日。**7** 米国労働省、2020年6月30日現在。**8** 米国財務省、2020年6月30日現在。**9**「解説：マイナス金利政策の仕組み」、ロイター、2019年9月13日。**10** ICEデータ・サービス、2020年6月30日現在。**11** ムーディーズ、スタンダード&プアーズ、フィッチ、DBRSモーニングスター、2020年6月30日現在。**12** bloomberg.com、2020年6月30日現在。

Manulife Investment Management

**グローバル・インテリジェンス | 森林投資**

# 森林投資とカーボン・オフセット市場の有望性

**トーマス・G・サルノ**
森林投資グローバル・ヘッド
ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ
（マニュライフ・インベストメント・マネジメント・グループ）

**キース・A・バルター**
マネージング・ディレクター（エコノミック・リサーチ）
ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ
（マニュライフ・インベストメント・マネジメント・グループ）

**メアリー・エレン・アロノー**
ディレクター（森林経済）
ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ
（マニュライフ・インベストメント・マネジメント・グループ）


主なポイント

- 森林投資は、魅力的なリスク・リターン特性を有しつつ、ポートフォリオに分散効果をもたらすというメリットを長年にわたり機関投資家から高く評価されてきました。具体的には、安定的なインカム収益、インフレ・ヘッジ、伝統資産との低相関性といった特徴が挙げられます。
- 森林は地球の「肺」としての役割を果たしています。カーボン・オフセット市場の拡大による森林投資市場のダイナミクスの変化に伴い、需要の増大およびその裾野の拡大が森林資産の価値を向上させる可能性があります。
- カーボン・プライシングの上昇は、森林投資家に新たな戦略的投資機会をもたらすと思われますが、現時点で市場はこれを完全には織り込んでいないと当チームは考えています。

森林投資は、魅力的なリスク・リターン特性を有しつつ、ポートフォリオに分散効果をもたらすというメリットを長年にわたり機関投資家から高く評価されてきました。大企業がカーボン・ニュートラルを目指す中でカーボン・オフセットの利用が拡大していることから、森林投資の運用会社には「カーボン」に注目した新たな投資機会が生じ、未加工木材（丸太）の販売や森林資産の伝統的な用途以外の収益源を開拓し多様化することが可能になると思われます。世界各国政府による気候変動への政策対応がますます不可避のものとなっているため、そうした政策に自然を活用した解決策が組み入れられることにより炭素を吸収および貯蔵する森林の役割は拡大し、森林投資家の資産価値を支えると思われます。

## 機関投資家にとっての森林投資の堅固な役割

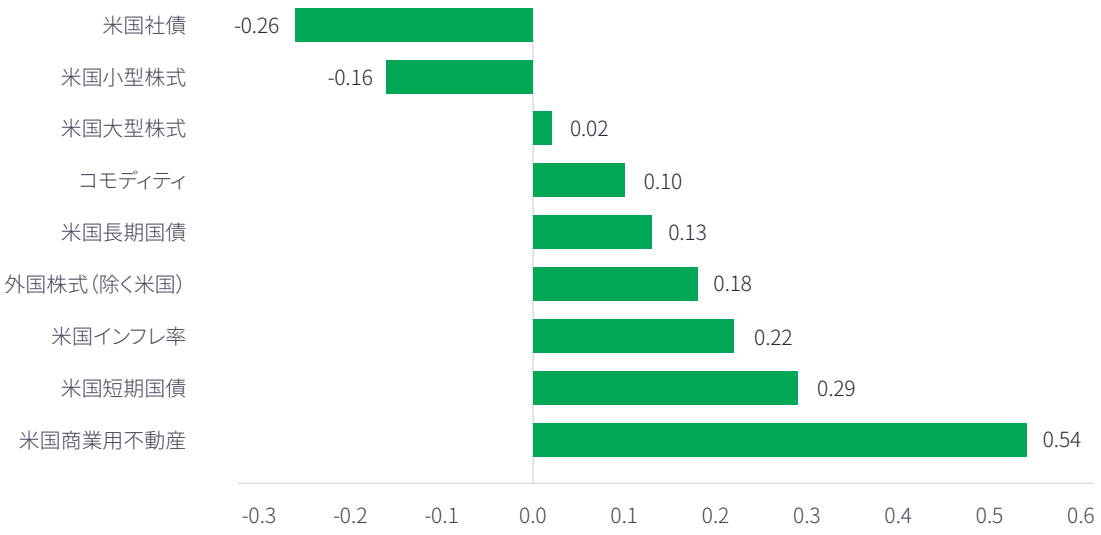
機関投資家の森林投資はこの 30 年間に着実に拡大し、特に 1990 年代と 2000 年代初めに大きく増加しました。NCREIF U.S. Timberland Index における森林運用資産残高は 1995 年の 20 億米ドルから 2020 年に 240 億米ドルまで増加しています[1]。森林投資のリターン特性と分散効果の実績は投資家にとって魅力的であり、機関投資家ポートフォリオのひとつの構成要素として広く認識されています。

森林投資の魅力的かつ安定的なインカム収益、インフレ局面でのヘッジ効果、長期的なキャピタル・ゲインの実績は、投資家がこの実物資産をポートフォリオに組み入れる強いインセンティブとなっています[2]。

“森林投資のリターン特性と分散効果の実績は投資家にとって魅力的であり、機関投資家ポートフォリオのひとつの構成要素として広く認識されています。”

**森林投資のリターンは伝統的資産との相関が低い**

（米国森林投資との相関、2000～2019年）




出所：Macrobond、NCREIF、2020年

## 未加工木材の販売のみにとどまらない収益源

森林投資のインカム収益の源泉は主に製材、木製パネル、パルプ、紙、板紙、ティッシュ、木質バイオマスエネルギーなど、多様な最終用途向けの未加工木材の販売です。こうした森林特有の収益源泉が森林資産のインカム収益の約 90% を占めています[3]。機関投資家向け森林投資の運用会社は、森林資産が持つその他の商業的価値や ESG（環境・社会・ガバナンス）の価値を徹底的に開拓し、収益につなげることに徐々に軸足を移しつつあります。森林資産の追加的な収益源泉として、以下のような取り組みが進んでいます。

- レクリエーション用としての資産のリース
- 風力発電施設や太陽光発電施設の設置
- 鉱物、石油、天然ガスの採鉱または掘削
- 放牧権
- 保全地役権と開発権、特別重要地または野生生物の保護
- 生態系サービス
- カーボン・クレジットの販売

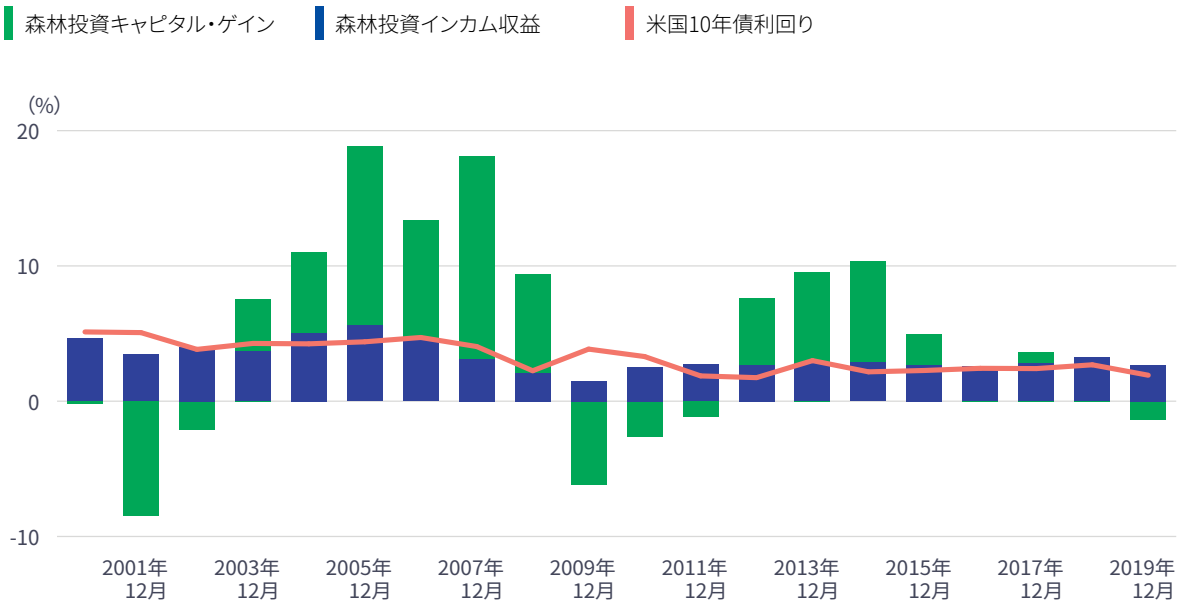
特定の森林資産がこうした木材関連以外の収益をもたらせるかどうかは、森林が立地する土地の特徴次第ですが、市場はその価値を徐々に認識し始め、バリュエーションや鑑定評価に反映されるようになっています。

## 世界の森林は地球の「肺」として機能

森林が持つ、二酸化炭素（CO2）を吸収・貯蔵する能力は気候変動の緩和に有効な、最も効果的かつコスト効率のよいメカニズムの 1 つとして広く認識されています。個々の森林の CO2 吸収および貯蔵量を計測・追跡し認証する方法は確立されており、森林カーボン・プロジェクトは、大気中の温室効果ガス濃度の低下を目指す多くの政府プログラムにおいて、温室効果ガス排出量をオフセットするために幅広く採用されています。世界の数々の排出量取引制度には森林カーボン・オフセットが取り入れられており、カリフォルニア州、ケベック州、米国北東部州（地域温室効果ガス・イニシアティブ、RGGI）、東京、カザフスタン、ニュージーランド、EU、スイス、韓国、中国などで採用されています[4]。

**森林投資：安定的なインカム収益に加え、キャピタル・ゲインや資産保全が期待される**

米国森林投資のリターンと内訳




出所：NCREIF、Macrobond、ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ、2019年12月

森林カーボン・オフセット・クレジットがこうした政府プログラムで幅広く受け入れられていることは、森林に吸収・貯蔵される CO2 排出量の取引を行う活発な市場の育成と開発を後押しし、所有する森林のカーボン吸収および貯蔵機能から価値を得る機会を森林所有者にもたらしています。

2005 年に EU で始まった初の規制当局による排出量取引制度は、温室効果ガスの主な排出源である電力、鉱工業、航空産業を対象としました[5]。米国では、カリフォルニア州の 2006 年地球温暖化対策法により、州全体の温室効果ガス排出量の制限に向けた体制が整いました。2013 年には同法の強制適用が始まっています。カリフォルニア州の温室効果ガス排出削減プログラムは電力、鉱工業、輸送、建設業を対象とし、2019 年の同州内の温室効果ガス排出量の 85% をカバーしました。RGGI は米国北東および中部大西洋沿岸州の発電所からの CO2 排出を対象とする強制的なキャップ・アンド・トレード型排出量取引制度で、2009 年に開始されました。この他にも 2000 年代半ば以降、世界各国・地域で炭素排出量取引市場が創設されましたが、EU と北米（カリフォルニア州、RGGI、ケベック州）の市場が最大規模であり、2019 年には世界の炭素排出量取引全体の 98% を占めました[6]。カリフォルニア州のキャップ・アンド・トレード型排出量取引制度が、米国の森林カーボン・オフセット制度の基準の定義と取引市場の創設に最も影響を与えたと思われます。カリフォルニア州のキャップ・アンド・トレード型排出量取引制度は、1 トンの炭素排出、1 トンの CO2・温室効果ガス削減に相当する排出枠（カーボン・クレジット）の 1 単位と定義しています。

> “森林が持つ、二酸化炭素（CO2）を吸収・貯蔵する能力は気候変動の緩和に有効な、最も効果的かつコスト効率のよいメカニズムの1つとして広く認識されています。”

温室効果ガスプロジェクトとは、温室効果ガス排出削減、カーボン貯蔵の促進、大気中の温室効果ガス除去の推進を目的とする活動です[7]。

温室効果ガスプロジェクトでは、温室効果ガス削減または除去の実現分が他の場所での温室効果ガス排出分を埋め合わせる（すなわちオフセットする）ために使用された場合に「カーボン・オフセット」の状態となります[8]。

適格性基準を満たすプロジェクトには、排出削減または除去のクレジットが付与されます。

カリフォルニア州大気資源局（CARB）準拠のオフセット・プログラムにおいては、オフセットは以下 6 つのカテゴリーの米国プロジェクトに限定されています[9]。

- オゾン層破壊物質（ODS）
- 畜産
- 米国森林
- 都市林
- 炭鉱メタンガスの制御
- 稲作

2013 年以降に発行されたオフセット・クレジットの 80% 超を米国森林が占めています[10]。

CARB 準拠のオフセット・プログラムは、米国における森林プロジェクトに以下の森林管理目標のいずれか 1 つに対応することを義務付けています。

- **森林再生：**森林被覆率（土地の面積に対する森林の割合）がゼロもしくは極めて低い土地における森林の再生
- **森林管理の向上：**ベースラインの炭素ストック値と比較して、森林の炭素ストックを増やす活動
- **転用の回避：**保全地役権の設定または国有地への転換を通じて恒久的な森林として指定することにより、私有森林の土地転用を防止する具体的な活動

現在、米国では CARB に準拠した森林プロジェクトが 200 件近く実施されています。また、登録されている森林プロジェクトのうち、90% が森林管理向上プロジェクトに分類されています[11]。

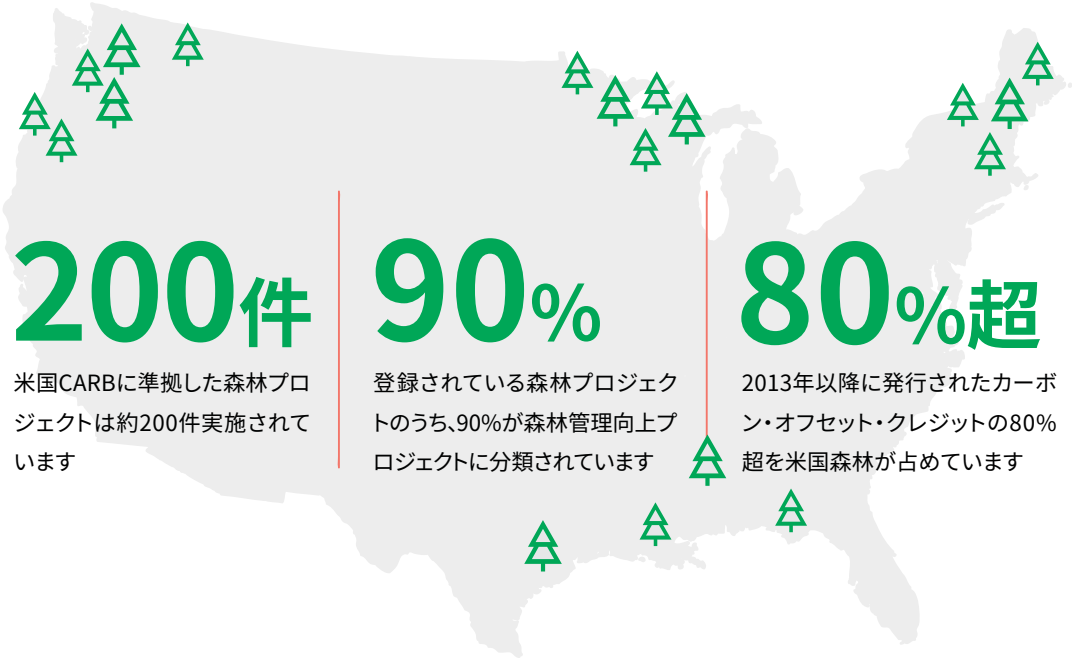
## “自主的な”カーボン・オフセット市場：森林需要を増大させる可能性

EU やカリフォルニア州の規制など、温室効果ガス排出削減に向けた政府による法規制はカーボン・オフセット市場創設において重要な役割を果たしましたが、カーボン・オフセット価格の上昇に示されている最近の同市場の勢いは、幅広く国を超えたイニシアティブが原動力となっています。2015 年パリ協定は意欲的な温室効果ガス排出量削減目標を設定し、遵守のための道筋を示しました。パリ協定では、温室効果ガス排出量削減目標を満たすために海外から調達したカーボン・オフセット・クレジットを使用することを認めています。パリ協定の実施メカニズムに関する交渉は 2020 年に実施される予定です。

カーボン・オフセット・クレジットの需要を増大させる可能性のあるもう一つの主な非政府プログラムとして、国際民間航空機関のためのカーボン・オフセットおよび削減スキーム（Carbon Offsetting Reduction Scheme for International Aviation、CORSIA）が挙げられます。CORSIA は、国連の専門機関である国際民間航空機関によって 2016 年に開始されました。

CORSIA は、国際線による CO2 排出量のうち、2020 年の排出量水準を超える量を将来的にオフセットすることを目指しています。CORSIA に基づいてオフセットが必要になるカーボン量は現在の自主的な取り組みによるカーボン・オフセット量の 2 倍を越えると予想されており、このような自主的なカーボン削減プログラムが長期的に及ぼす影響の大きさを示唆しています。CORSIA の最初の準拠のフェーズ（2021 ～ 2026 年）は任意で、第 2 フェーズ（2027 ～ 2035 年）は強制適用となります。CORSIA の下でどのオフセットやプログラムが採用されるかについては、現在協議中です。

気候変動に対する一般市民の認知や関心の高まりを背景に、米国のみならず世界中の多くの大企業、団体、非営利組織がカーボンフットプリント削減へのコミットメントと計画を自主的に発表するようになりました。脱炭素化に向けた大胆な意向を表明している大手企業にはブリティッシュ・エアウェイズの親会社である IAG、ディズニー、EasyJet、グーグルの親会社のアルファベット、マイクロソフト、シェルなどがあります[12]。カーボン・オフセット・プロジェクトへの資金提供やカーボン・クレジットの購入は、こうした自主的なカーボン削減目標を達成する手段として認識されています。




出所：カリフォルニア州大気資源局（CARB）、ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ、2019年12月

2008 年以降、1 億 3,000 万単位超の自主的なカーボン・オフセット・クレジットが発行され、そのうち約 4,000 万単位以上のクレジットが使用され、償却されました[13]。Climate Action Reserve は“自主的な”カーボン・オフセット市場を支えるために実施要綱、ガイドライン、ツールを提供しており、現在、米国とメキシコで 19 の実施要綱が採用され、400 件以上のオフセット・プロジェクトが 40 州以上で登録されています。

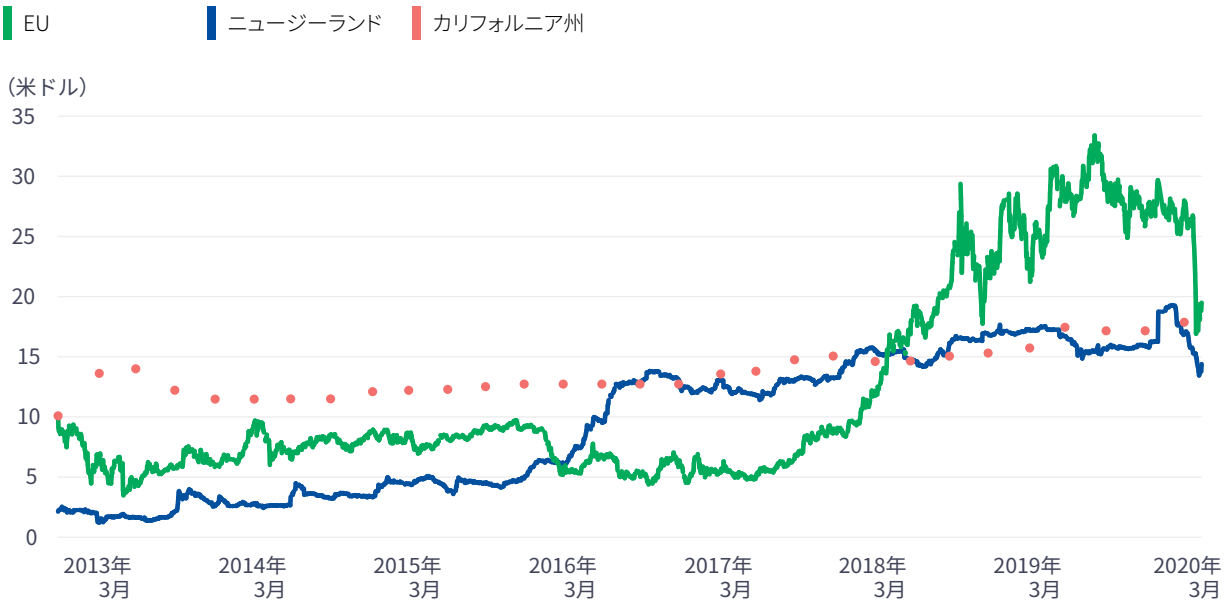
“自主的な”カーボン・オフセット市場の参加者は、カリフォルニア州や EU が定める法定要件の遵守を義務付けられてはいませんが、参加組織の大半は、自らのカーボン・オフセット・プロジェクトを一般に認められた基準や実施要綱に準拠させ、以下のような取り組みを進めたいと考えています。

- 組織のカーボン削減活動を認証および検証する。
- 組織の活動をより広範な気候変動緩和目標と整合させる。
- 市場での取引により、カーボン・クレジットのポートフォリオ管理を促進する。

カリフォルニア州の炭素排出削減に向けた立法の取り組みを支えるため整備された運用インフラがカーボン・クレジット取引の制度的なテンプレートを提供することにより、自主的なカーボン・オフセット市場の成長が促進されています。

**カーボン・オフセットの新たな需要層が価格を押し上げる**

規制対応市場における排出枠1トン当たりの価格




出所：国際炭素行動パートナーシップ、2020年3月

## 世論の変化が森林投資家に新たな機会を切り拓く

気候変動緩和への実現可能な解決策への注目の高まりを背景に、森林再生、森林破壊ゼロへの強力な推進、バイオエネルギー作物の普及を支える政策対応が 2020 年代半ばに展開される土台が整いつつあります。気候変動の影響を受けやすくなっている現在の環境で、カーボン・オフセット価格はすでに上昇しています。EU、ニュージーランド、およびカリフォルニア州の規制対応市場（規制により課された削減目標を達成するための取引市場）における排出枠 1 トン当たりの価格は 2010 年代半ばの 1 トン当たり 15 米ドル未満の水準から 2020 年初めには 15 ～ 30 米ドルへと上昇傾向を示しました。

> “カーボン・オフセット価格の上昇と森林カーボン・プロジェクトや森林カーボン・オフセット・クレジットに対する需要の広がりが、森林投資にパラダイム・シフトを引き起こすと思われます。”

責任投資原則（PRI）が Vivid Economics と Energy Transition Advisors と共同で実施したシナリオ分析によると、カーボン・オフセット価格は 2030 年までに 40 ～ 80 米ドル /tCO2 のレンジまで上昇傾向が続き、それを契機に土地利用に著しい変化が生じ、森林など自然を活用した解決策に関連した投資機会が到来すると予想されます。「Inevitable Policy Response（IPR、避けられない政策対応）」プロジェクトは、こうした予想される政策動向を政策予測シナリオとしてモデル化し、2030 年までに森林被覆地の消失面積（ネット）がゼロになり、2050 年までに全世界で合計 350Mha（単位：百万ヘクタール）の植林および再植林が実現されるという試算結果を示しています [14]。

## 森林投資における炭素の吸収及び貯蔵の役割の変化

カーボン・オフセット価格の上昇によって、森林事業に新たな市場の側面が加わり、森林所有者の選択肢が広がりました。特に、生産性が低いもしくは高コストな地域の森林について大きな選択の機会が生じていると思われます。

カーボン・オフセット価格の上昇と森林カーボン・プロジェクトや森林カーボン・オフセット・クレジットに対する需要の広がりが、森林投資にパラダイム・シフトを引き起こすと思われます。現在の木材生産用の植林という商業的な森林利用から、インパクト投資を目的とする新たな投資家層の環境目標に対応して、最もコスト効率が高い炭素の吸収および貯蔵を実現する新たな戦略へと関心が拡大する可能性があります。こうした「脱カーボンを重視した森林投資」という新たな分野の登場が、投資に適した森林プロジェクトの立地の限界を押し広げることで、森林の投資ユニバースを拡大し、また投資の仕組みを拡張するものと思われます。

**1** NCREIF.org, 2020年
**2** htrg.com/wp-content/uploads/sites/2/HTI-Q2-2019-final.pdf、HNRG、2019年9月、およびhtrg.com/wp-content/uploads/sites/2/HTI_Q3_2013_A_Historical_Perspective_on_the_Relationship_between_Timberland_Returns_and_Inflation_.pdf、HNRG、2013年第3四半期
**3** ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ、2020年
**4** ETS Brief #7、国際炭素行動パートナーシップ（ICAP）、2019年12月
**5** icapcarbonaction.com/en/ets-map、2020年
**6** Carbon Pulse、ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ、2020年
**7** 世界資源研究所（WRI）、持続可能な開発のための世界経済人会議（WBCSD）、2005年
**8** Offset Quality Initiative、2008年
**9** arb.ca.gov/cc/capandtrade/offsets/offsets.htm、2020年
**10** カリフォルニア州大気資源局、2019年12月
**11** カリフォルニア州大気資源局、ハンコック・ナチュラル・リソース・グループ、2020年
**12** ロイター、2019年10月
**13** climateactionreserve.org/how/projects/、2019年10月
**14** unpri.org/inevitable-policy-response/what-is-the-inevitable-policy-response/4787.article、2020年

# ディスクレーマー

■ 本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニュライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も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。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニュライフ・インベストメント・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 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