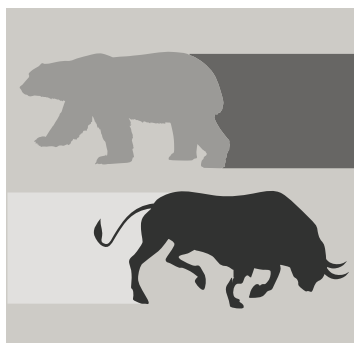
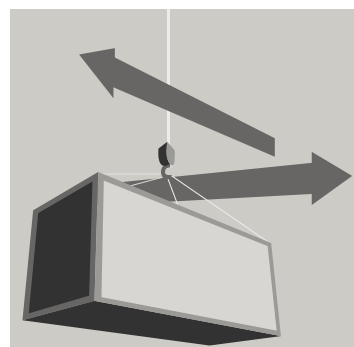


グローバル・インテリジェンス

2018年 市場見通し



グローバル・インテリジェンス

2018年 市場見通し

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.....	8
アジア株式	10

市場見通し: 債券

グローバル債券	14
米国債券.....	17
カナダ債券	19
日本債券.....	21
アジア債券	23

本資料は、Manulife Asset Management (US) LLC が作成した "Global Intelligence" (2017年12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



市場概況

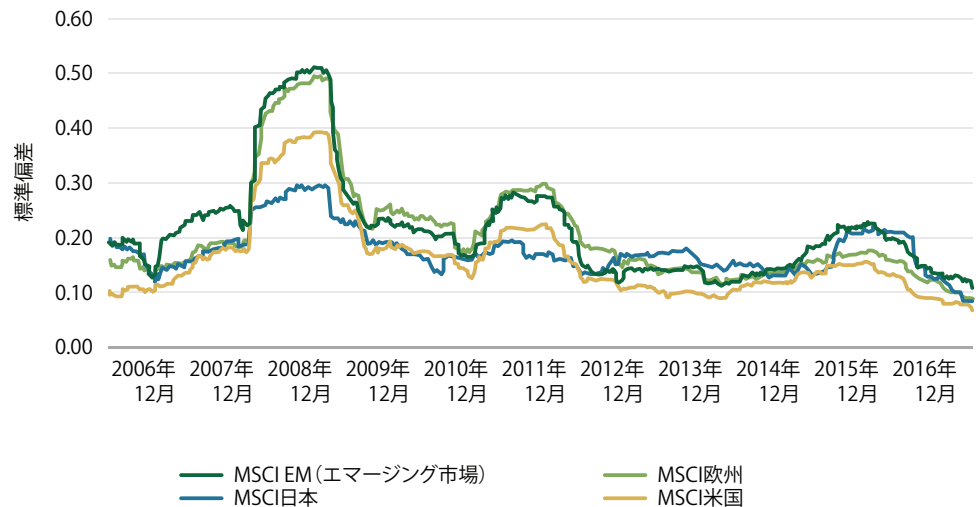


量的緩和による“安価な”流動性を受けた“安易な”投資により、低ボラティリティと資産価格上昇が継続

グローバル株式市場は、企業業績の堅調な伸びとインフレの低位安定に支えられて好調な展開が続いています。企業の利益率はピークの水準に近づく一方、負債水準は依然高水準にあります。重要なのは、ボラティリティの低い状況が続く中、バリュエーションは世界的に高水準で推移しているという点です。

当運用チームではこうした状況の背景には、世界金融危機以降の数年間に実施された非常に大規模な量的緩和政策があると考えています。大規模な量的緩和政策によって資本コストは低下し、企業はより低コスト借入を行えるようになり、より効率的な資本管理を行う必要性がありませんでした。負債を増やし、資本効率の改善に資するとは必ずしも言えない投機的事業に資金を振り向けている企業も見られます。その一方で、量的緩和政策により供給された“安価な”流動性は“安易な”投資行動を招き、低ボラティリティの中で様々な資産価格を上昇させました。これは懸念すべき状況です。当運用チームでは、市場は様々な楽観的見通しを織り込み、妥当と考えられる水準以上に上昇していると考えています。

ボラティリティの低下



出所:ファクトセット、2017年11月14日時点

こうした状況の中、各国の状況に目を向けると米国では連邦準備制度理事会 (FRB) が議長の交代後も、利上げを継続する見通しです。欧州情勢は、現在進行中の英国のEU離脱交渉を除くと総じて堅調です。一方アジアでは、北朝鮮の核開発をめぐる不透明感が続いています。



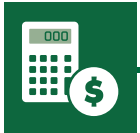
投資機会

セクター別では、引き続き米国の金融セクターをポジティブに見る一方で、欧州の金融セクターには慎重な見方を継続

現在、バリュエーションが割高な環境であることを考慮し、当運用チームでは投資にあたっては質の高い企業に重点を置く必要があることを引き続き強調したいと思います。質の高い企業とは、持続性のある事業を展開し、健全なバランスシート、持続可能なフリー・キャッシュフロー、有能な経営陣を擁する企業のことです。

セクター別では、引き続き米国の金融セクターをポジティブに見る一方で、欧州の金融セクターには慎重な見方を継続します。また、生活必需品セクターの“サステナブル”で質の高い企業も、引き続きポジティブに見ています。

ボトムアップ・アプローチを採用する当運用チームでは、個別企業への入念なリサーチが重要と考えています。独自の分析により、フリー・キャッシュフローが増加基調にあり、投資リターンが一貫して資本コストを上回り、かつバリュエーションが割安な情報技術セクターの企業を発掘しました。この企業の興味深い点は、破壊的変化を業界に引き起こす競合企業を寄せ付けず、自社のビジネスモデルを商品販売から登録制・会員制のサービスに転換したことです。



リスク・シナリオ

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

最大の潜在的な市場リスクは、世界的に割高なバリュエーションと高水準の債務に起因すると考えています。加えて、各国の中央銀行は概ね異例の金融緩和策を終了する意向を示唆していますが、政策の転換が適切に実行されなければ、金融市場にマイナスの影響を与える恐れがあります。

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、弱気な見方を継続します。



注目ポイント

現在の株式間の内部相関は過去10年来の低水準にあり、株式市場がアクティブ・マネージャーに報いる可能性が高い環境にあることを示している

注目に値すると考える指標の1つは、株式間の内部相関です。この指標は金融危機の時のような外部要因による影響で、広範に市場が変動する際に上昇する傾向があります。こうした局面では、株価は企業のファンダメンタルズよりもマクロ要因によって変動する傾向があります。逆もまた然りです。現在の株式間の内部相関は過去10年来の低水準にあります(下図を参照)¹。このことは、株式市場が、リサーチを重視するアクティブ・マネージャーやファンダメンタルズが良好な銘柄を選別するマネージャーに報いる可能性が高い環境にあることを示しています。

株式間の内部相関は10年来の低水準



出所:ファクトセット、2017年11月14日時点

¹ ファクトセット、2017年11月14日時点

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



消費者のバランスシートは健全

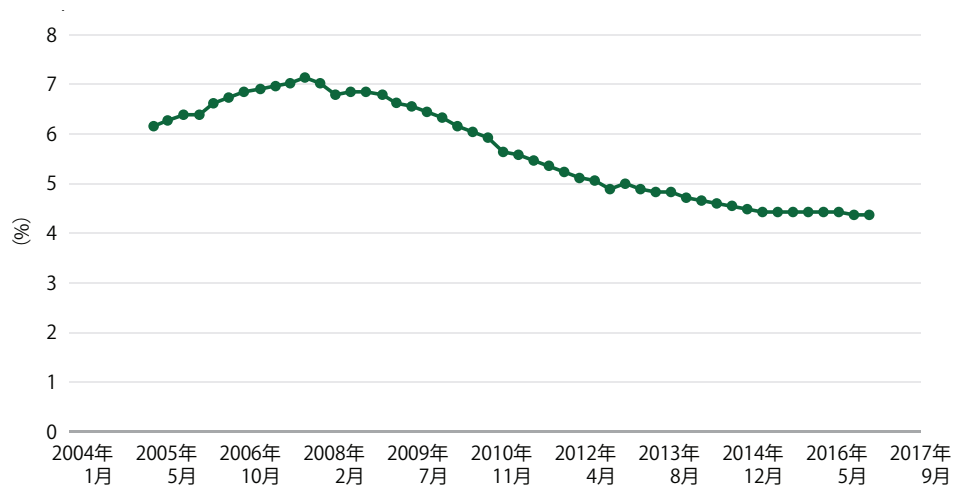
市場概況

当運用チームは、米国経済は2018年に入っても好調に推移すると考えていますが、その背景は主に以下の3点です。

1. 消費者は完全雇用状態にあり、賃金は久しぶりに上昇に転じました。加えて、住宅ローン支出をはじめとする家計債務は過去10年で最低水準にあり(下図を参照)、消費者のバランスシートは健全です¹。
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300万戸に達しており、過去のピークと比較するとまだかなりの増加余地が残っています。特に現在、完全雇用状態にある「ミレニウム世代」が主な牽引役になると思われます²。
3. 銀行は健全な状態にあります。当運用チームは銀行のバランスシートを分析し、ここ6～7年にわたって資本準備金に関するテストに合格しているという事実を裏付材料として、この結論に達しました。銀行はここ30年程度で見て、最も健全な状態にあると考えています³。

足元では米国連邦議会で法人税率の引き下げが可決されました。また諸規制も緩和される可能性があるとしており、企業収益の伸びを支えるプラス要因となるでしょう。

可処分個人所得に占める住宅ローン返済額の比率



出所:セントルイス連邦準備銀行、2017年9月22日時点

¹ セントルイス連邦準備銀行、2017年10月6日

² CNBC: Housing Starts Total 1.127 Million in Sept, vs 1.18 Million Starts Expected, 2017年10月18日

³ Financial Times: Stress Tests Clear Big US Banks for \$100bn Payout, 2017年6月28日



銀行セクターは貸出利ざやの大きな融資が拡大し、持続的な収益拡大が可能な状況

投資機会

景気サイクルを考えると、現在は銀行にとって今後の収益拡大が期待できる最適な局面を迎えていると考えられます。これまで金利は低水準にあり、経済成長率は低く、景気は回復途上にありました。現在、消費者は完全雇用状態にあり、家計のバランスシートは健全です。また、賃金の上昇に伴い、住宅市場には拡大余地があります。規制緩和が見込まれることも併せて考えると、銀行セクターは、主に貸出利ざやの大きな融資が堅調に拡大することで、持続的な収益拡大が可能な状況にあると見られます。

また、消費者を取り巻く環境は良好な状況にあることから、一般消費財セクターにも強気の見方を維持します。加えて、医療制度改革を巡るこのところの混乱によってヘルスケアセクターに投資機会があると見られるため、久しぶりに同セクターを弱気から中立的な見方に変更しました。



バリュエーションは上昇しているが、米国経済の加速からその水準は妥当なものへと収まる

リスク・シナリオ

全般的に見ると、リスクは相対的に低いと考えられます。当運用チームは、常にどこで次のバブルが発生する可能性があるかを注視しています。しかしながら、現状では個人消費支出、家計債務、住宅市場、あるいは銀行システムのいずれにもその兆候は見られません。株価のバリュエーションは上昇していますが、深刻な懸念となるほどの水準には達していません。一方で、米国の経済成長は加速しており、バリュエーションは妥当な水準に収まるものと思われる。



株式市場に過熱感はなく、2018年も米国株式は堅調に推移

注目ポイント

個人消費を取り巻く好環境、法人税率引き下げ、規制緩和等が総合的に好調な株式市場を支えています。当運用チームは、株式市場に過熱感があるとは考えておらず、2018年も米国株式は堅調に推移すると予想しています。

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

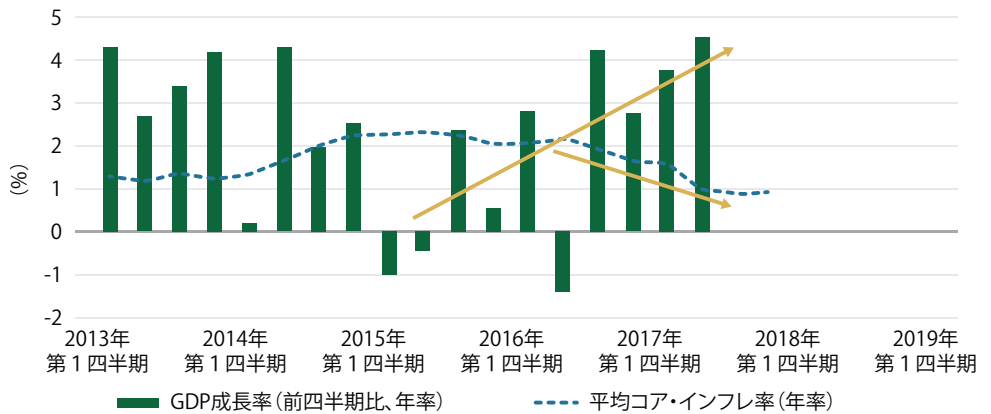


健全な経済成長と低金利は、株式にとって好ましい環境

市場概況

当運用チームは、世界経済の成長について引き続き強気の見通しですが、大幅なインフレ率の上昇につながることは当面ないと考えています。そのため金利は低水準にとどまり、中央銀行は緩やかなペースで利上げを行うことができるでしょう。健全な経済成長と低金利は、株式にとって好ましい環境と考えています。

2017年にカナダのGDP成長率は加速したがインフレ率は低下した



出所：Scotiabank GBM Portfolio Strategy、ブルームバーグ、2017年9月30日時点

カナダ株式については強気の見通しですが、株式市場にとって逆風になると予想されることの1つにバリュエーション水準が高いことが挙げられます。バリュエーション水準が高い場合、企業の業績発表が期待を外れた場合の影響が大きく、株価は不安定になる可能性があります。現在のような景気拡大局面の後半においては、バリュエーション分析が一層重要になります。これは当運用チームの投資プロセスの重要な要素です。

カナダ銀行は2017年7月と9月に利上げを実施した後、カナダドルの上昇が同国の輸出主導型経済にマイナスの影響を与えかねないとの懸念から、10月以降は金利を据え置きました。この数年間は、低金利と不動産価格の上昇が個人消費を押し上げ、カナダ経済を支えてきました。残念ながら、その結果として個人債務が膨れ上がり、経済における不均衡状態が拡大することになりました。

カナダ銀行は金融政策の決定に際して、こうした不均衡の是正と経済成長の促進に努めています。カナダの住宅価格は、利上げと外国人所有に関する新たなルールによってすでに沈静化しています。2018年1月に導入が予定されている住宅ローンに関する追加規制により、不均衡状態は緩和に向かうと予想されます¹。こうした要因によって、カナダ銀行は今後の利上げに慎重になることが予想され、それはカナダの消費者、経済および株式市場に恩恵をもたらすものと思われる。

¹ OFSI(金融機関監督庁): OFSI is reinforcing a strong and prudent regulatory regime for residential mortgage underwriting, 2017年10月17日



不均衡状態から生じている特定のセクターへの懸念が投資機会に

投資機会

カナダ経済における不均衡状態によって、特定のセクターに懸念が生じていますが、それが投資機会につながっています。経済のリスクや不均衡状態に異論を唱えるわけではありませんが、当運用チームの分析では、こうした懸念のために一部の銘柄は極端な割安状態にあると見ています。例えば、ある企業は不動産関連の事業割合が大きすぎると見なされ、株価は極めて割安な状態にあります。しかし、独自の分析を行った結果、これは当運用チームにとって投資機会であるとの結論に至りました。

引き続き、当運用チームは銘柄の分析において、バリュエーション、クオリティ、およびフリー・キャッシュフローを重視しています。その結果、情報技術、ヘルスケアおよび消費財の各セクターの中から、こうした魅力のある銘柄を発掘してきました。このような企業は、一般的にグローバルな事業展開を行っており、経済における不均衡状態の影響を受けにくくなっています。エネルギーセクターでは、特定の石油会社に対して強気の見通しを維持しています。原油価格は上昇しており、このセクターを引き続きオーバーウェイトとしています。



金利上昇の中、過剰債務にある企業には注視が必要

リスク・シナリオ

金利が上昇する中で過剰債務が重要な問題になっています。当運用チームは、負債水準やバランスシートに負担がかかっている可能性がある企業を注視しています。当運用チームの投資プロセスでは、負債水準が相対的に高い企業を避けており、その中には、金利が上昇したことで債務借り換えに苦勞する企業もあると考えています。

足元では、負債水準が相対的に低く、コモディティと直接的な関連が少ない素材セクターの銘柄を選好しています。素材セクターへの投資の一部は、採鉱企業へサービスを提供する機械および車両販売業者の保有を通じて行っています。これはこのセクターの恩恵を受ける適切な方法であると考えています。この方法によって、素材セクターが反落した場合の下値リスクを抑える効果も期待できます。



NAFTA再交渉の結果により影響を受ける可能性のある銘柄やセクターを選別

注目ポイント

NAFTA(北米自由貿易協定)の再交渉は依然として懸念材料ですが、どのような最終合意に達するのかを予測することは困難です。NAFTA再交渉に係るリスクを最小限にとどめるため、望ましくない合意に至った場合に影響を受ける可能性のある銘柄やセクターに関する見極めを行っています。

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



2017年初めに不透明感の根源であった中国は、年末にはアジア地域および世界の経済成長に最も大きく寄与した国の一つ

市場概況

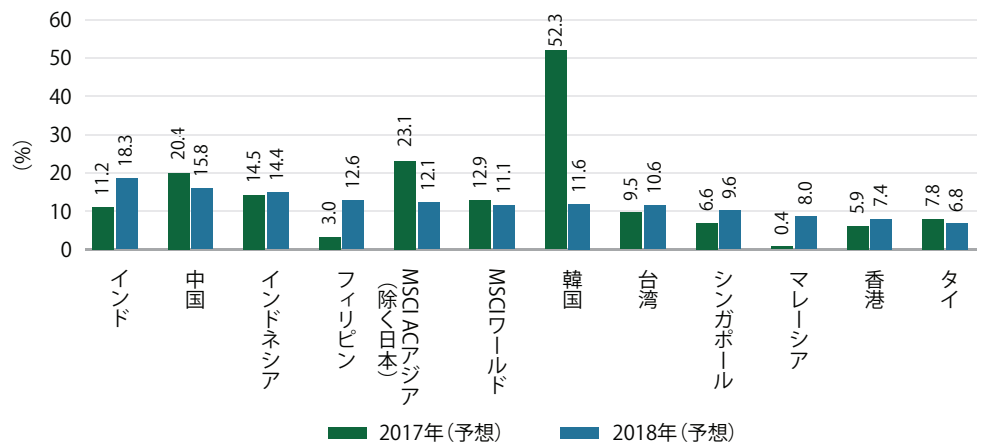
2017年はアジア株式の当たり年となりました。特にアジア（除く日本）株式は年初来で40%を超える上昇となり、先進国市場のリターンの2倍以上の力強い伸びとなりました¹。こうした市場の上昇を支えたのは、特に中国をはじめとするアジア域内の堅調な企業業績と安定性を増しているマクロ経済環境です。

■アジア（除く日本）企業の2017年第1～第3四半期の純利益成長率は前年比+20%となり、この期間に業績予想の上方修正が相次ぎました²。2017年の予想EPS（1株当たり純利益）成長率は先進国株式市場が11～13%であるのに対し、アジアは23%です（下図を参照）³。良好な企業業績の実績と業績予想の上方修正は、企業のファンダメンタルズが確固とした基盤に支えられていることの証です。

■2017年初めに不透明感の根源であった中国は、年末にはアジア地域および世界の経済成長に最も大きく寄与した国の一つとなりました。2017年第1～第3四半期の経済成長率は前年同期比+6.9%で、人民元は対米ドルで上昇しました⁴。特に注目すべき点は、非公式な貸出（シャドー・バンキング）を統制する当局の取り組みが成功を収めたと思われることです。また10月に行われた中国共産党第19回全国代表大会では、習近平国家主席が権力基盤を強化したと見られ、安定した質の高い経済成長に向けて確固とした基盤が築かれることが期待されます。

■2017年のアジア株式市場の中では、東南アジアは振るわない結果となり、アジア全体のパフォーマンスを下回りました⁵。しかし、世界全体の経済成長を背景に東南アジアの輸出品への需要は増大し、経済見通しは改善しました。

アジア（除く日本）と先進国市場の予想EPS成長率



出所:ファクトセット、IBES、MSCI、ゴールドマン・サックス・インベストメント・リサーチ、2017年11月24日時点

¹ ブルームバーグ、2017年11月21日時点。MSCI ACアジア（除く日本）+41.9%、MSCIワールド+19.6%、MSCI EM EMEA+13.1%（いずれも米ドルベース、2017年初来）
² ブルームバーグ、ゴールドマン・サックス、2017年11月17日時点
³ MSCIインデックスに基づく。先進国市場はMSCI米国、MSCIヨーロッパおよびMSCIワールド、2017年のEPS予想成長率はそれぞれ11%、13.4%、12.9%。ファクトセット、IBES、MSCI、ゴールドマン・サックス、グローバル・インベストメント・リサーチ、2017年11月24日時点
⁴ 中国国家统计局、2017年10月23日時点
⁵ ブルームバーグ、2017年11月21日時点。MSCI東南アジア（米ドルベース）は2017年初来で+22.08%



アジア株式は、引き続き
2018年も好調

投資機会

2018年は選択が鍵

2017年はアジア全体が好調な年となりました。

2017年初めに中国では景気減速に歯止めがかかり、緩やかな物価上昇が見られました。生産者物価指数(PPI)は上昇し、物価はまず川上セクターで上昇し、最終的に川下セクターに波及しました。この全体的な上昇はあらゆる業界の業績見通しの向上につながりました。この好循環は株式市場全体に好影響を与えました。

一方、2018年はセクター間にばらつきが生じる可能性があり、投資機会は「グロース」分野から銀行、保険、一般消費財、資本財セクターなどの「バリュー」分野に移行するものと思われます。質の高いIT/インターネット関連の大型銘柄など、「グロース」銘柄にも強固なファンダメンタルズを背景に引き続き好調な企業もありますが、準大手以下の銘柄はバリュエーションが割高であると評価され、横ばいとなる可能性があります。実際に、IT関連のIPO(新規公開株)銘柄の多くは当初のIPO価格まで下落しています。今後は様々なセクターに対し同じ投資姿勢で臨むことはできなくなると考えています。2018年は選択が鍵となるでしょう。

中国、韓国、インドネシアは構造改革が好材料

アジア株式は特に先進国株式と比較すると、引き続き2018年も好調と考えています。既に株価は高い水準に達していることから、2017年のような目覚ましい上昇は期待できないものの、アジア経済はまだ回復の途上にあり、様々な国の構造改革が強力な押し上げ要因になると期待されます。一方、先進国市場の多くはすでに景気拡大局面の終盤に差し掛かっており、構造改革のような強力な材料もありません。

特に中期的には、アジアは中国、韓国、インドネシアに見られるような構造改革に牽引される経済成長が期待されます。

中国

中国の金融セクターでは、継続的なレバレッジ解消、金融システムの透明性向上、外国資本への一段の開放等を目的とした構造改革が実施されています。この動きは2018年も続くと思われます。

金融システムの透明性向上: 中国の規制当局は、シャドー・バンキング活動を統制する包括的なルールを発表しました。特に理財商品の暗黙の保証を禁止することが規定されています(元本および利回り保証の禁止)⁶。これが効果的に実施されれば、金融システムの透明性の向上や、システムミック・リスクの削減が実現すると同時に、投資資金はより「正式な」金融チャネルへと誘導されると期待されます。こうした動きは健全な金融機関に有利に作用する可能性があります。新規制の実施により、従来型の資産運用商品の需要が増大し、資金調達コストが減少することから、大手銀行や保険会社はその恩恵を受けられると思われます。その一方で、理財商品に対する関与割合が大きい小規模銀行はマイナスの影響を受ける恐れがあります。

⁶ ロイター: [China Sets Sweeping New Rules To Regulate \\$15 Trillion Asset Management Products](#), 2017年11月17日

外国資本への開放: 中国政府は最近、同国が重視する金融セクターにおける外国資本の出資規制を緩和する計画を発表しました。証券会社等の合併企業に対する外資出資比率の上限は51%に引き上げられ、新ルール発効後3年経過した時点で上限を撤廃することが予定されています。同様に、銀行と資産運用会社に対する出資の上限も撤廃されます⁷。また生命保険も同様で、出資上限の引き上げ後、上限の撤廃が予定されています。これにより外国資本との競争が激化し、国内企業には、品揃えの一層の工夫や顧客サービス向上への取り組みが必要とされることから、長期的に見ると今回の規制緩和は業界の発展にプラスの影響を与えると見られます。より重要な点は、この取り組みによって中国株式に対するグローバルな投資家の信頼感が高まると考えられることです。

韓国

2017年、韓国では様々な出来事がありました。5月には財閥企業の改革を公約とする大統領が選出されました。それ以降、韓国最大財閥の一部は基幹事業の価値を高めるため、非中核的な資産の分離を進めました。これにより、小規模事業者が市場に参入する機会が生まれました⁸。こうした傾向は今後も続き、長年にわたって市場に適用されてきた、いわゆる「コリアディスカウント(韓国特有の経済環境や投資する上でのリスクのために株価が割安になる状態)」は次第に解消されるものと思われる。

インドネシア

弊社では、インドネシアについても、2018年に注目すべき市場と見ています。2017年5月にS&P社から「投資適格」格付を付与された⁹同国は2018年に堅調な展開を見せるでしょう。輸出は好調ですが、インドネシア銀行はさらに景気を刺激するために利下げを行う余地があります。また、個人消費も底打ちして回復すると予想されます。企業業績見通しも良好で、消費財、金融およびインフラの各セクターで業績の伸びが見込まれます。建設セクターは2017年に安定的な受注があったため、特に注目していますが、金融緩和が実施されれば、その恩恵を受ける可能性もあります。



リスク・シナリオ

原油価格の上昇は、過剰生産能力の削減に向けた中国の国営企業の取り組みに水を差す恐れ

原油価格の上昇

これまでの株式市場の上昇において、原油価格の上値が抑えられていることは過小評価されてきたと考えています。原油価格は2014年の最安値から回復しましたが、現在はデフレおよびインフレのどちらの懸念も生じないような水準にとどまっています。原油価格の上昇は、過剰生産能力の削減に向けた中国の国営企業の取り組みに水を差し、改革の遅れにつながる恐れがあります。また原油の純輸入国である中国やインドなどにとってもマイナス材料となりかねず、債券利回りの大幅な上昇につながる可能性もあります。しかし、当運用チームは現時点ではそのような可能性は低いと考えています。

⁷ ロイター: China Sets Sweeping New Rules To Regulate \$15 Trillion Asset Management Products, 2017年11月17日

⁸ フィナンシャル・タイムズ: "Chaebol clean-up propels tripling of S Korea M&A volume", 2017年9月4日

⁹ インドネシア銀行: 政府プレスリリース, 2017年5月19日



注目ポイント

スムーズな政権移行は重要なインフラ投資につながり、経済回復が期待される

移行期のタイ

タイに関しては、この2~3年の動きはまさに劇的と言えます。2014年に国軍が権力を掌握した後、市場はいつ次の総選挙が実施されるのかという点に注目してきました。現時点では選挙は2018年11月に実施される予定です。一方で、政治の安定化に注目が集まっているため、より重要な動向、すなわち景気の改善は見過ごされています。タイの2017年第3四半期の経済成長率は前年同期比+4.3%と、2013年以来最高となり、タイバーツは堅調に推移しています¹⁰。タイ経済は観光業と輸出に依存していますが、スムーズな政権移行は重要なインフラ投資につながり、経済の回復が期待されます。

¹⁰ ブルームバーグ、2017年11月21日時点。タイバーツは2017年初来で対米ドルで+9.2%

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



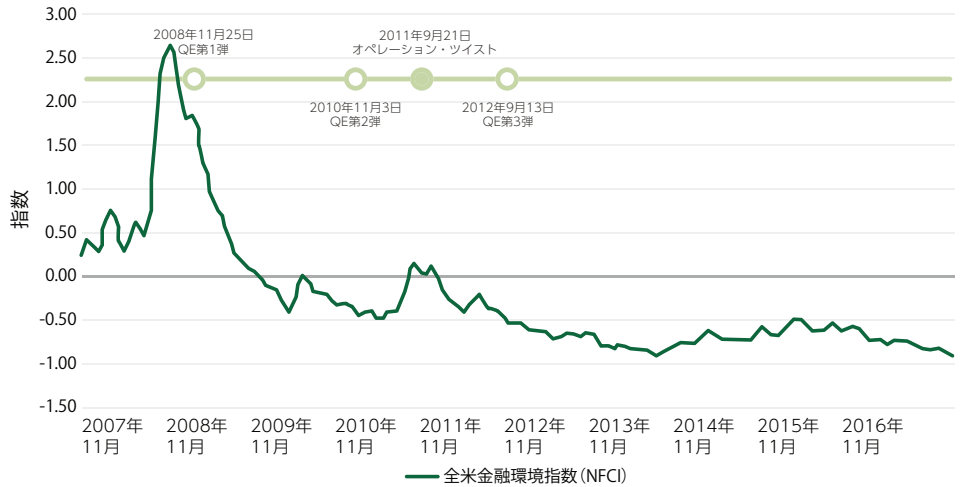
FRBは議長の交代に伴う若干の不透明感はあるものの、大幅な政策の変更はない見通し

市場概況

世界のマクロ経済環境は全般に好調を維持しています。足元では、欧州経済が堅調に回復し、中国経済は成長が続き、ペースはやや減速しているものの、世界貿易の回復傾向が続き、グローバル経済の同調性が高まっています¹。言い換えると、世界経済の成長を牽引するのはもはや米国経済だけではないということです。

金融政策は依然として全般に極めて緩和的ですが、米連邦準備制度理事会 (FRB) や欧州中央銀行 (ECB) をはじめとする世界各国・地域の中央銀行は、バランスシート縮小と債券買い入れの規模縮小を開始する態勢を整えています。FRBは議長の交代に伴う若干の不透明感はあるものの、大幅な政策の変更はないと弊社は考えています。

米国の金融環境: FRBの量的緩和プログラム (QE) 期間内でも、現在は非常に緩和的な状況



*全米金融環境指数 (NFCI): 短期金融市場、債券市場、銀行システム等に関する計105の指標より算出される合成指数。プラスは金融環境が引き締めの、マイナスは金融環境が緩和的であることを表す。

出所:シカゴ連邦準備銀行、2017年11月17日時点

金融引締め継続が予想される環境では、金利リスクに対しディフェンシブなアプローチを継続することが賢明と考えます。実際、弊社はデュレーションを短期化し、現在は12ヶ月前よりも相対的にディフェンシブなスタンスを取っています。こうしたアプローチにより、世界的に金利上昇が見込まれる中で下振れリスクを抑制することが可能であると考えています。

¹ 世界貿易機関(WTO): Latest Trade Indicator Suggests Trade Growth Will Moderate In 4th Quarter Of 2017, 2017年11月13日



投資機会

現在の環境下では、バリュエーション、デュレーション、格付けおよび流動性のバランスを取ることが重要

弊社はグローバル経済について強気の成長見通しを立てているものの、バリュエーションについては引き続き慎重に見ています。特にクレジットには慎重さが必要と考えています。弊社は、利回りの相対的な魅力度に応じて資金配分を行っていますが、これまでと同様、様々なリスクのうち、より投機的なリスクを回避するようにしています。現在の環境下では、バリュエーション、デュレーション、格付けおよび流動性のバランスを取ることが重要であると考えます。同時に、セクターおよび国別配分内における銘柄選定の重要性が増すと思われる。

引き続き米国だけにとどまらず、広範な投資機会に目を向ける方針です。弊社は、ミス・プライシングが生じた際の投資機会を捉えるべく、特定の新興市場に注目しています。ブラジルがその好例です。弊社はブラジルの景気について強気の見通しを持っていますが、インフレは抑制されています。アジア新興国についても、現地リサーチ・チームによる債券発行体分析とイールドカーブのポジショニング分析に基づき、発行体と通貨に関して独自の投資機会を追求しています。



リスク・シナリオ

英国のEU離脱交渉も依然として市場を混乱させかねないリスク

流動性リスクや金利リスク、ボラティリティの急激な上昇に対する懸念が、依然として債券投資家が直面する主要なリスクと見えています。特に、幅広い債券種別にわたってバリュエーションが割高である時はそのリスクが大きくなります。一方、朝鮮半島動向から米国大統領選へのロシア介入疑惑捜査に至るまで、様々な地政学的な問題がニュースのヘッドラインを占める状況が続いています。

近々実施される米国の中間選挙も注視する必要があると考えています。共和党の地盤と言われるアラバマ州で実施された上院補欠選挙において、民主党候補のダグ・ジョーンズ氏が共和党候補ロイ・ムーア氏に劇的な勝利を収めたことは、トランプ政権に対する幅広い有権者の不満を示していると考えられます。また、ムーア氏は、共和党が当初擁立した候補者ではなかったため、共和党内の分裂リスクを潜在的に高めることにもなったと見えています²。共和党は中間選挙前に基盤を強化するため「政策の勝利」を達成することに全力をかけると思われ、この点に関して考慮すべき点は2点あります。1つは、時間的な制約のため提案される政策が本来あるべき「完全さ」には欠ける不完全な状態で成立し、その有効性が削がれるリスクです。2つ目は、現在の期待が低い状況では、有意な「政策の勝利」は予想外の市場の反応を招く可能性があります。いずれの場合も市場全体のボラティリティを上昇させる恐れがあります。

英国のEU離脱交渉も依然として市場を混乱させかねないリスクです。歴史的な国民投票から1年経ってもまだ、英国政府はブリュッセルのEU本部との交渉に対して、統一したアプローチを採ることに合意できていません。

² ワシントン・ポスト: Moore Wins Republican Senate Primary, Dealing Blow To GOP Establishment, 2017年9月27日



ユーロ圏は成長とインフレ期待の面で大きな進展を遂げ、これまでいくつかの選挙を乗り切ってきたが、政治的問題によって更なる改革・進展は遅れる可能性

注目ポイント

ユーロ圏の景気は安定感を増し、弊社の見るところ、より自律的になってきています。インフレ見通しは依然として弱いものの、ECBは金利正常化プロセスを開始することに自信を深めています。現在、弊社がユーロ圏で注視しているリスクは、2018年上期に予定されているイタリアの総選挙です。最新の世論調査は、反体制派の「五つ星運動」が最大の票を獲得する見込みであることを示しています。ただし、単独過半数を獲得する可能性は低いでしょう。そのため、シルビオ・ベルルスコーニ前首相率いる党を含む中道右派連合が次期政権を構築する可能性があります³。こうしたシナリオの下、選挙によってユーロと欧州プロジェクトの存在意義に関する疑問が再び浮上するリスクがあります。

また、2016年に欧州の政治情勢が変化したことも注目に値します。ドイツのアンゲラ・メルケル首相の影響力は前回の選挙後に若干弱まり、フランスのエマニュエル・マクロン大統領に対する評価は急落しました⁴。スペインではマリアノ・ラホイ首相が独立分離派の押さえ込みに力を注いでいます。一見すると全くばらばらに見えるこれらの動向は、懐疑主義を退けて欧州プロジェクトを予定通り推進しようとする各国リーダーの力を抑制することになるかもしれません。

ユーロ圏は成長とインフレ期待の面で大きな進展を遂げ、これまでいくつかの選挙を乗り切ってきましたが、政治的問題によって更なる改革・進展は遅れる可能性があると考えています。

³ ロイター: [Italy's Populist 5-Star Strengthens Lead After Sicily Vote - Poll](#), 2017年11月11日

⁴ The Local/AFP: [Six Months On - Macron Unpopular But In Control](#), 2017年11月13日

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



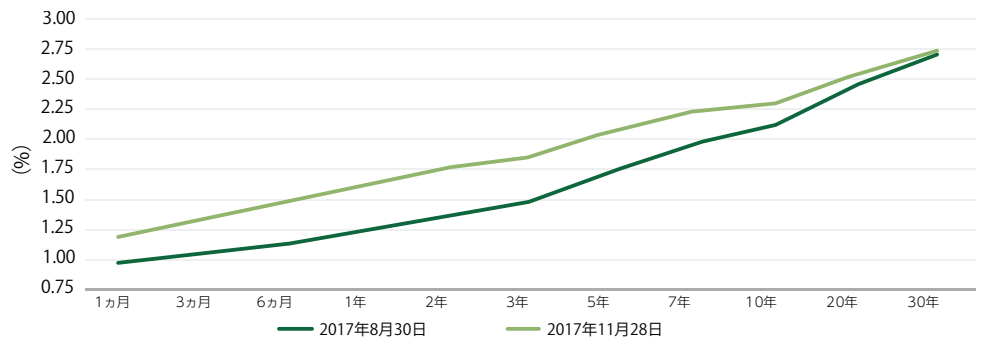
FRBのバランスシート縮小は、比較的小規模で開始し、計画に基づいて順次進めていく意向

市場概況

イールドカーブのフラット化が続いています。金利は短期ゾーンで徐々に上昇、中長期ゾーンではわずかに上昇、超長期ゾーン(30年)はほぼ変わらない状態です¹。これは、以前から予想されていた米連邦準備制度理事会(FRB)による12月の利上げを市場が既に織り込んでいたことを示しています。

一方、FRBはバランスシートの縮小に着手しました。市場の混乱を回避するために、最初は比較的小規模で開始し、計画に基づいて順次進めていく意向です。結果的に長期金利はかなりゆっくりと、かつ小幅に上昇し、イールドカーブはフラット化が進むことが予想されます。短期金利は、FRBが最大の影響力を持っているため、大幅な上昇の可能性は小さいと思われます。一方、長期金利への影響力はあまりないことから、バランスシートの縮小に取り組み始めたと考えられます。そこには、長期金利に影響を与えたいというFRBの意向が見え隠れしています。

イールドカーブはフラット化が続く



出所:ブルームバーグ、2017年11月28日時点



社債に関しては、金融、エネルギーおよびテクノロジーセクターを選好

投資機会

当運用チームは、景気拡大が進むにつれて慎重になりつつありますが、引き続き、投資適格社債とハイイールド社債を選好します。当該セクターの各種データは良好で、企業業績も好調です¹。発行額は過去最高を記録し、外国人の需要も旺盛です。社債に関しては、これまで通り、金融、エネルギーおよびテクノロジーセクターを選好します。足元でテクノロジー関連企業のM&Aの噂が増えていることは、同セクターがある時点で弱含む可能性があることを示唆しているかもしれませんが、当運用チームの短期的な見通しは良好です。

当運用チームは、モーゲージ証券に対する分析を継続しています。FRBのバランスシート縮小によって、同証券は影響を受ける可能性がありますが、まだそうした状況にはなっていません。社債が相対的に強いパフォーマンスを示しているのに対して、モーゲージ証券の価格は安定しています¹。相対的に見て、モーゲージ証券のバリュエーションは妥当な水準にあると思われるため、これまでよりも注目度合いを高める予定です。

¹ ブルームバーグ、2017年11月28日時点



ハイイールド債の混乱は株式市場の波乱を警告する前兆となる可能性

リスク・シナリオ

税制改革は歓迎される傾向がありますが、実際のところ経済成長に大きな変化をもたらすことは少なく、今回も状況は変わらないと考えています。現在は経済成長率が1~3%の緩慢ながら着実な成長局面に入ってから8~9年が経過したところであり、税制にかかわらず、現状を変化させるほどの大きな累積需要が生じるとは思われません。当運用チームは現状が今後も続くと考えています。

現時点では債券よりも株価のバリュエーションの方がやや懸念されます。実際に、現在のようなバリュエーションが続く場合には、ハイイールド債に大きな影響が及ぶ可能性があります。ハイイールド債は炭鉱のカナリア(何らかの危険が迫っていることを知らせる警笛)となることが多く、ハイイールド債の混乱は株式市場の波乱を警告する前兆となる可能性があります。ただし、現時点では当運用チームはそのような状況を想定していません。



2018年はFRBが何度も利上げを行うことはない予想

注目ポイント

当運用チームではFRBが2018年に何度も利上げを行うとは考えていません。2017年12月に利上げを行った後、次回の利上げは、半年ほど期間を置くのではないかと予想しています。FRBが利上げを急ぐ必要があることを示す十分な指標は見当たらないため、「長期にわたる低金利」の環境は続くと思われれます。

ジャネット・イエレン氏の後任としてジェローム・パウエル氏がFRB議長に就任しても、FRBの政策に大きな変化はないと予想しています。FRB議長に就任する人物は、それが誰であれ、大胆さではなく、信頼性、自律性および一貫性を維持することの重要性を理解しているはずで、当運用チームは、パウエル氏を合意形成型・調整型の人物と見ており、FRBの政策にはほとんど変化はないと予想します。

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



2018年は、春から夏に1回、秋に1回と、2回の利上げを予想

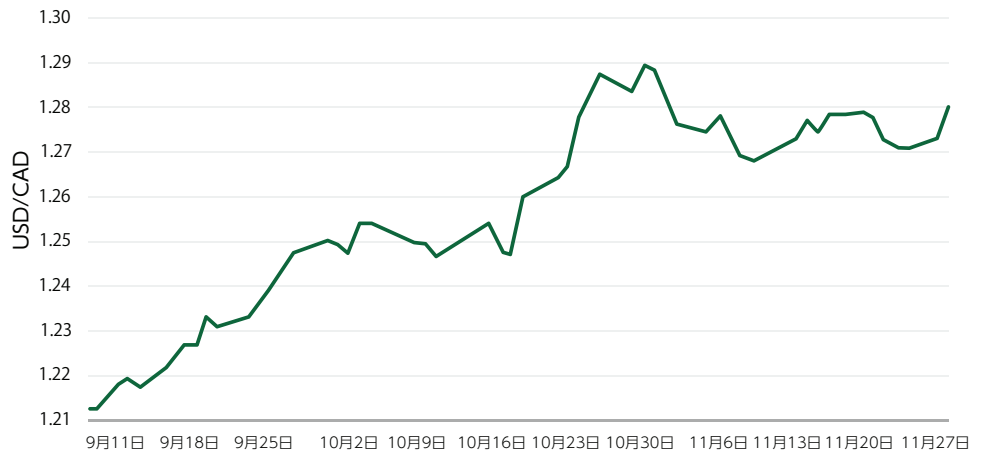
市場概況

カナダ銀行の発言のトーンはこの数ヶ月間で大きく変化しました。2017年の初めには2015年に実施したコモディティ価格下落に対応するための緊急の金融緩和の縮小を主張しただけでなく、翌日物金利の一段の引き締めを用意があることを示唆していました¹。これらは、かなりタカ派的な発言でした。ところが最近では発言のトーンが軟化し、より中立のスタンスを示唆しています。カナダ銀行はその後2回の利上げを行い、政策金利を1%まで引き上げました。今後は2018年の春から夏に1回、秋に1回と、おそらく2回の利上げを行うと予想しています。

このようなスタンスの変化は少なくとも最近のカナダドル(CAD)下落の一因となっています。2017年9月中旬までにカナダドルは急上昇し、対米ドルで1.21カナダドルにまで達しました。これは過度なカナダドル高と当運用チームは考えましたが、その後は実際に下落に転じて、10月にはほぼ1.29カナダドルまで下落しました²。

予想通り、米国は2017年12月に追加利上げを実施し、両国間の金利差は拡大しました。カナダの不動産市場を沈静化する新たな規制が見込まれること(詳細についてはリスク・シナリオのセクションを参照)とNAFTA(北米自由貿易協定)交渉についての懸念を背景に、カナダドルは対米ドルで1.30カナダドルまで下落する可能性があり、来年は2~3セントの下落を見込んでいます。

カナダドル上昇は減速



出所:カナダ銀行、2017年11月27日時点

¹ The Globe and Mail: [How Far Does The Bank Of Canada Need To Go With Its Rate Hikes?](#) 2017年9月12日

² ブルームバーグ、2017年11月8日時点



社債の спреッドは縮小傾向が続いており、パフォーマンスは堅調

投資機会

良好なパフォーマンスとなったセクターの一つは社債で、 спреッドは縮小傾向が続いています。2017年初来、過去3年、5年、さらには10年の期間においても社債は堅調なパフォーマンスを示しています²。当運用チームは、社債で良好な実績をあげてきましたが、現在の見通しは悲観的ではないものの、これまでほど楽観的ではなくなっています。北米経済は好調を維持していますが、株式市場には膠着感が見られ、足元ではハイイールド債の спреッドが拡大し始めています。通常、こうした動きは最終的に投資適格債券の спреッドにまで波及します。そのため、社債は投資妙味が無いとは言わないまでも、良好な見通しから慎重さを要する状況に変わりつつあると言えるでしょう。各国中央銀行が緩やかな金融引き締めへ転じ、地政学リスクは高止まりしたままであることから、マクロ経済環境に対する懸念も徐々に強めています。当運用チームは、社債の上昇サイクルは終盤に入り、慎重さが必要とされる時期に差し掛かっていると考えています。

地方債セクターも好調でした。社債同様、 спреッドは縮小し、最低水準に近づいているため、足元ではこれまで以上の慎重さが求められます²。地方債は、債務や財政の実績は自治体ごとにまちまちですが、根強い利回り追求の恩恵を受け、全体としては спреッドの縮小に伴い上昇しています。



カナダ政府は新規住宅ローンの申請に対し、返済能力を確認するストレステストを導入

リスク・シナリオ

カナダ10年国債の利回りは2017年9月末の2.1%の水準をピークに、現在は2%をやや下回る水準で推移しています²。NAFTAに関する不透明感が、少なくとも長期金利低下の一因になっていると考えています。

カナダ政府は、保証のついていないすべての新規住宅ローンの申請に対し、貸出金利が2%上昇した場合の返済能力を確認するストレステストに合格することを義務付ける新たなルールを導入します。現在、20%以上の頭金を支払う住宅購入者はテストが免除されていますが、2018年1月1日以降、すべての新規住宅購入者にテストが義務付けられます³。その結果、カナダの一部の地域では、新ルールが導入される前に住宅購入を急ぐ動きが高まり、住宅価格は一時的に高騰することが予想されます。言うまでもなく、こうした動きを受けてやや不透明感が高まっています。



投資環境に応じデューレーションを中立にすることが適切

注目ポイント

北米では金利上昇のペースが減速していることから、カナダ債券については短期ゾーンをオーバーウェイトするポジションから投資環境に応じてデューレーションを中立とするポジションに近づけることが適切な時期であると考えます。2018年以降、金利の上昇が見込まれますが、大幅に上昇することはないと考えています。 спреッドは最低水準近くまで縮小し、金利は上昇基調にあるものの、上昇のペースは衰えていることから、当運用チームにとっては政府機関債がより魅力的な投資対象となっています。以上が、今後の投資スタンスとなっていきます。

³ OFSI(金融機関監督庁): OFSI is reinforcing a strong and prudent regulatory regime for residential mortgage underwriting, 2017年10月17日

日本債券見通し

津本啓介

マニライフ・アセット・マネジメント株式会社 取締役 債券運用部長



日銀の金融政策～長短金利操作を行うイールドカーブ・コントロールは、当面維持される見込み

市場概況

日本経済は緩やかに拡大していますが、インフレ率は引き続き低水準にとどまっています。2017年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.5%と4～6月期に続いて力強いものとなり¹、2017年度通期で1%台後半の成長率が見込まれます。一方で全国消費者物価指数(2017年11月、前年同月比)は、生鮮食品を除く総合で+0.9%、生鮮食品とエネルギーを除く総合で+0.3%と、緩やかな改善を続けながらも低い水準に留まりました²。日本経済研究センターのESPフォーキャスト調査によれば、民間エコノミストは2018年度の実質GDP成長率を+1.22%、消費者物価(生鮮食品除く総合)の前年同期比上昇率を+0.85%と予測しており³、緩やかな成長の下でインフレが抑制された状況が続くものと思われます。

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⁴。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る。以上から、弊社では10～20年の年限を選好し、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 内閣府、2017年7～9月期 2次速報値

² 総務省統計局

³ 日本経済研究センター、ESPフォーキャスト2017年12月調査

⁴ 市場データ出所はすべてブルームバーグ、2017年12月26日時点(別途記載がある場合を除く)



リスク・シナリオ

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るが、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

日本経済は2018年も底堅い推移が続けると思われます。グローバル経済も同様に堅調な推移が見込まれ、米連邦準備制度理事会(FRB)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、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。



注目ポイント

日銀の「物価安定の目標」を達成するためには、現段階での出口政策の議論は時期尚早。しかし、市場の思惑が先走る可能性もあり、長期金利の安定性についても過度の楽観は禁物

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。一方で、日銀の「物価安定の目標」を達成するためには、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考えます。しかし、市場の思惑が先走る可能性もあり、長期金利の安定性についても過度の楽観は禁物です。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です。

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



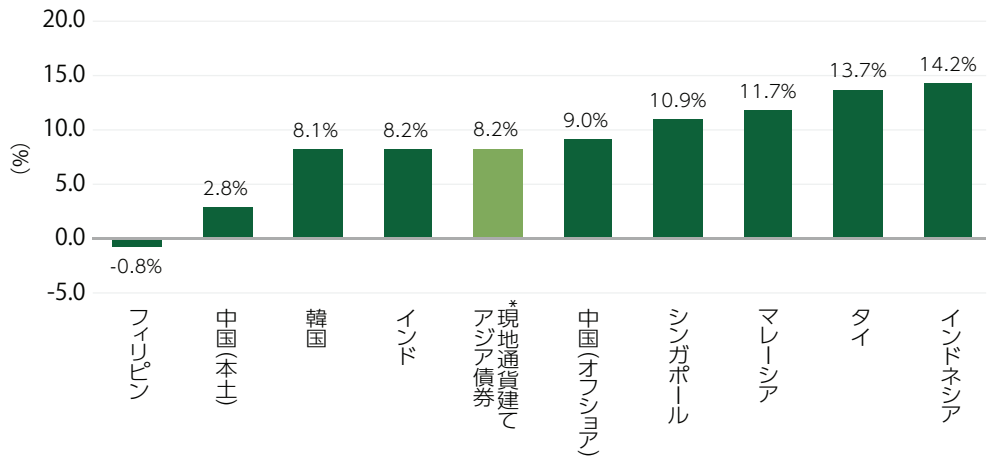
市場概況

2017年のアジア地域のエマージング債券市場への資金流入額(ネット)は、2016年とは対照的に、1年を通じて毎月プラスとなった

2017年のアジア債券は潤沢な資金流入を受けて価格が上昇し、米ドル建てアジア債券インデックス(JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス、JACI)は年初来パフォーマンスが好調でした(5.50%)¹。2016年とは対照的に、2017年のアジア地域のエマージング債券市場への資金流入額(ネット)は1年を通じて毎月プラスとなりました²。現地通貨建てアジア債券はこうした資金流入の恩恵を最も大きく受けました¹。

実際に2017年上期の現地通貨建てアジア債券の発行額は、タイを除くほとんどの国で増加しました³。発行額が増加した時期にアジア通貨も上昇したことから、投資家に更なるリターンをもたらしました⁴。

現地通貨建てアジア債券市場の国別リターン(米ドルベース、2017年1月1日～11月15日)



出所:ブルームバーグ、2017年11月15日時点、米ドルベースのトータル・リターン

*現地通貨建てアジア債券は、Markit IBoxx Asian Local Currency Bond Indexを使用

2018年のアジア地域のマクロ経済見通しに大きな変化はありません。アジア経済は成長を継続、インフレは抑制され、流動性は潤沢で、地政学的リスクは未解決、という状況が続く見込みです。

¹ ブルームバーグ、2017年11月15日時点

² ビジネス・インサイダー : Foreign investors are selling stocks but buying bonds in emerging markets across Asia, 2017年10月17日。ここでのアジア・エマージング市場は韓国、インド、インドネシア、マレーシア、タイおよびフィリピンを含み、中国は含まれません

³ アジア開発銀行、2017年9月時点

⁴ ブルームバーグ、2017年11月15日時点



アジアのハイイールド債に魅力的な投資機会

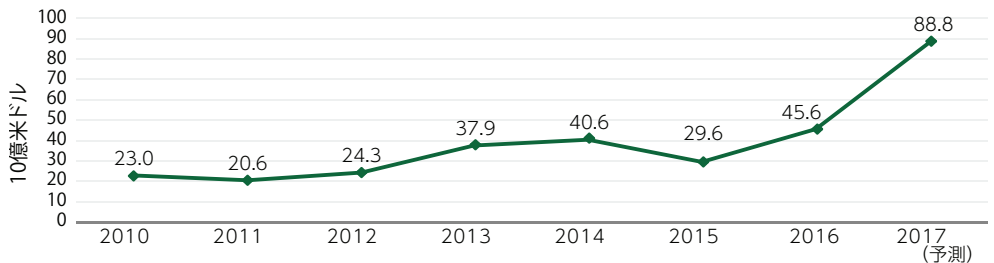
投資機会

アジア債券市場の投資機会は、持続的に成長し景気を下支えする経済および政治改革から生じると考えています。

中国では、2018年も引き続きレバレッジ解消が債券市場全体のテーマになると思われます。習近平国家主席は中国共産党第19回全国代表大会で、量的成長よりも質的成長を重視すること、国有企業(SOE)の改革、金融市場の安定維持を将来の主要な優先課題として掲げました⁵。弊社では、公表された改革はSOE債への投資環境を改善するものであると見ています。2017年10月の中国国債発行では、旺盛な需要を受けて中国当局は競争力ある金利水準で発行することができました⁶。これを受けて、SOEは今後、より低い金利で債券を発行できるようになるため、SOE債の魅力が増えています。

アジアのハイイールド債にも投資機会があると考えています。2017年にハイイールド債の起債額は大幅に増加し⁷(下図を参照)、それに伴って市場も発展しました。発行体の構成も変わる可能性があり、特に2017年5月に国債が投資適格級に格上げとなったインドネシアはその可能性が高いでしょう。格上げの発表を受けたスプレッドの縮小を背景に、インドネシア企業は社債の新規発行に動く可能性があります⁸。

アジアのハイイールド債発行額(米ドルベース)



出所:JPモルガン、2017年9月20日時点

弊社の見るところ、アジア市場全般においてハイイールド債が相対的に魅力的な状況は今後も続くと思われる。金利上昇が見込まれる環境において、高利回りであると同時にデデュレーションが比較的短期であるという特性は、投資家にとって魅力的です。ただし、ハイイールド債にリスクがないわけではありません。起債額が増加する中、財務体質に問題のある企業も市場に参入していることから、銘柄選択が重要になります。

弊社は、高利回りの債券市場、具体的には相対的に魅力的な水準にあるインド及びインドネシアを引き続き選好します。通貨については、米国の金利正常化は足元の市場予想を上回るペースで進み、米ドル高の進行に伴い国債利回りが緩やかに上昇することが予想されます。弊社では、2018年は米ドル高が一段と進行する可能性があると考えています。

⁵ ロイター: Xi Says China Will Continue To Open Its Economy, Deepen Financial Reforms, 2017年10月18日

⁶ ロイター: Rare China Sovereign Bond Sees Robust Global Demand, Tight Pricing, 2017年10月26日

⁷ デイールロジック、2017年8月21日時点。アジア(除く日本)のハイイールド債の2017年初来の発行額は当時時点で370億米ドルで、すでに2016年通期の発行額を超えています。

⁸ インドネシア債券価格評価機関、2017年11月23日時点



リスク・シナリオ

グローバル経済の成長と労働市場の逼迫から、インフレ率が上昇し、各国の中央銀行は現在の市場予想よりも速いペースで利上げを実施する可能性

■インフレの再燃

先進国を中心にインフレ率はこの1年間、低位にとどまりました。グローバル経済の成長と労働市場の逼迫から、インフレ率が上昇し、各国の中央銀行は現在の市場予想よりも速いペースで利上げを実施する可能性があります。これはアジア債券市場にマイナスの影響を与える可能性があります。



注目ポイント

中国の「債券通(ボンドコネクト)」システム始動で、海外投資家が中国の債券市場にアクセスする機会が拡大。これにより、早ければ2018年にもグローバル債券インデックスに中国を組み入れるための体制が整った

■中国のグローバル債券インデックスへの組み入れ

2017年は中国債券市場にとって重要な年となりました。中国は、よりグローバルな市場への転換という野心的な目標に向けて前進しています。2017年7月に打ち出された「債券通(ボンドコネクト、香港と中国本土の間の債券相互取引システム)」によって、海外投資家が中国の債券市場にアクセスする機会が拡大しました。これにより、早ければ2018年にもグローバル債券インデックスに中国を組み入れるための体制が整いました。こうした動きは、中国債券市場への急激な資金流入増加につながる可能性があります。

■インド国営銀行の資本増強

インド政府は2017年10月に国営銀行に324億米ドルの資本増強を行う大規模な計画を発表しました⁹。不良債権はこのセクター特有の問題ですが、この措置により銀行はバランスシートを健全化し、貸出を増加させることが可能になると考えられます。資本増強が成功すれば、インド経済に長期にわたってプラスの影響を与えることになると思います。

⁹ フィナンシャル・タイムズ：India's Private banks Rocked By \$32 Billion Boost For State Lenders, 2017年10月26日

ディスクレームー

- ・当資料は、マニユライフ・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：マニユライフ・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