

グローバル・インテリジェンス

2017年 夏号



ManulifeAM.com

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



利益率はピーク水準近くに達しているにもかかわらず、レバレッジの水準が上昇していることが明らか

グローバル市場はこの3ヶ月間、堅調に推移し、MSCI ワールド・インデックスと MSCI オール・カンントリー・インデックスは3月末からそれぞれ 4.1%、4.3% の上昇となりました¹。トランプ米大統領の経済政策課題の実現に楽観的な見通しが広まったことを背景に 2017 年 1～3 月期に上昇した主要指数は、大統領の提案する政策課題の実現への不透明感が高まっているにもかかわらず、上昇を続けました。

投資家のセンチメントは、ユーロ圏投資家信頼感指数²やイエール大学が開発した One-Year Confidence Index³ (米国) が示すように、依然として強気です。以下の表から、多くの地域で株価収益率が過去の平均を上回っていることが見て取れます。株価収益率は、2000 年代初め以来の水準になっています。

(単位:倍)	株価収益率 2017年(予想)	過去20年間の平均
MSCIワールド	16.4	15.8
MSCI米国	17.7	16.1
MSCIカナダ	15.5	15.6
MSCI欧州	15.2	14.4
MSCI日本	13.9	20.3
MSCIアジア(除く日本)	12.7	12.3
MSCI エマージング	12.2	10.9

出所：ファクトセット、2017年5月31日時点

さらに、米国の景気変動調整後の株価収益率、すなわち CAPE レシオ⁴ も高い水準に達しています（現在より高い水準となったのは、近年では僅か 2～3 回ほどしかありません⁵）。

弊社の分析によると、利益率はピーク水準近くに達しているにもかかわらず、レバレッジの水準が上昇していることが明らかになっています。これは懸念すべき点です。なぜなら、現在のバリュエーションは企業収益の力強い伸びを織り込んでいますが、この見通しはやや楽観的と思われるからです。

バリュエーションの懸念とは別に、投資家はマクロ経済の問題にも注意を払う必要があります。デフレのリスクが今も残っているほか、前述した米国政治の状況や、近々実施予定のドイツとイタリアの選挙やまもなく始まる英国の EU 離脱交渉に関する問題など、政治をめぐる不透明感が続いています。一方で、北朝鮮の核開発をめぐる不安も高まっています。

¹ ブルームバーク、2017年6月13日時点

² Telegraph: Eurozone 'Booming' As Investor Confidence Climbs To Decade High、2017年6月6日

³ イェール大学経営大学院国際金融センター：United States One Year Index、2017年6月13日時点

⁴ 景気変動調整後の株価収益率（CAPE レシオ）は、評価ツールとして広く使用されており、企業の株価をインフレ調整後の1株当たり利益の過去10年間の平均値で除したもの。詳細については、[こちら](#)を参照。

⁵ ファクトセット、2017年6月13日時点



投資機会

これまでと同様、弊社は米国の金融セクターについてポジティブに見ているものの、欧州の金融セクターには慎重な見方を維持

現在、市場はバリュエーション上割高な環境にあると弊社は考えています。こうした環境下、持続性のある事業を展開し、効果的な資本配分を行ってきた実績のある有能な経営陣と強固なバランス・シートを擁し、持続的なフリー・キャッシュ・フローを創出する企業に注目することが賢明と考えます。

弊社はこれまでと同様、米国の金融セクターについてポジティブに見ているものの、欧州の金融セクターには慎重な見方を維持します。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。質の高い企業の例として、ある欧州企業の例を挙げることができます。この企業は強固なバランスシートを維持し、様々なカテゴリーや地域で優れた消費者ブランドのラインナップを展開しています。重要なことは、同社の投資収益が一貫して（社内の）資本コストを上回っていることです。

こうしたタイプの企業は、業績の上振れ余地を見込むことができる上、投資家にとって、市場が下落した場合のリスク・ヘッジになると見えています。



リスク・シナリオ

懸念される最大のリスクは、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もの

弊社が懸念する最大のリスクは、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ものです。大量の流動性を供給して景気のコールド入を図る中央銀行の大規模な取り組みにもかかわらず、インフレ率は低水準にとどまり、インフレ期待指標の中には前回の金融緩和における水準以下まで低下した指標もあります¹。こうした状況であるにもかかわらず、米連邦準備制度理事会（FRB）は3月、6月と2回利上げを実施しました。デフレに陥るリスクは残っているものの、市場はこのリスクを織り込んではいないという点が、適正水準を超えた債務を抱える企業を弊社が回避する理由です。

公益事業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（これ自体も低金利の結果であり、相対的には市場と比較してそれほど高いとは言えないかもしれませんが）、弱気な見方を維持します。



注目ポイント

イタリア総選挙（2017年中に実施される可能性が高い）に要注目

- 債務水準
- デフレ
- 米国金利
- ドイツ総選挙
- イタリア総選挙が2017年中に実施される可能性
- 英国のEU 離脱交渉

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



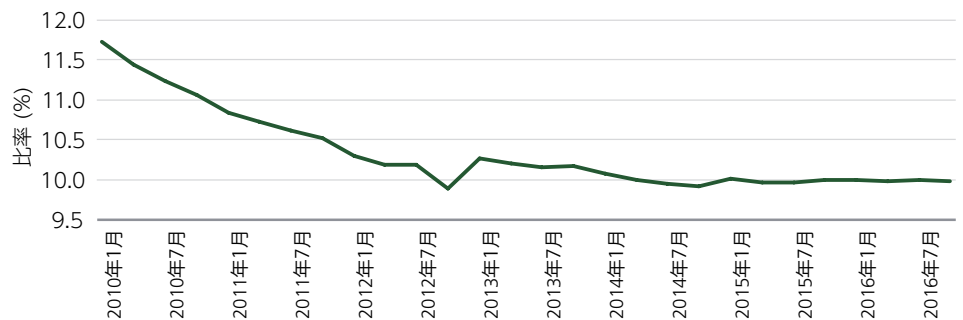
不透明感が払拭されれば、市場は成長基調へ反転する見込み

市場概況

大きな話題となった米国株式市場の高騰は、投資家の注目が地政学リスクに向かったことから、ここ数週間、上昇は一服しています。ロシアとトランプ政権の主要メンバーとの癒着疑惑をめぐる捜査は、機密情報がメディアへ流出した様々なケースと同様、投資家にとって大きな懸念材料となっています。

こうした問題が解決されるまでの間、トランプ政権が掲げる成長促進政策（税制改革、官僚主義的手続きの簡素化）が一時棚上げされる可能性などから、市場のセンチメントはやや悪化しています。米政権は引き続きこれらの政策の実現を目指しており、足元の動向は方針の転換ではなく、実施が一時的に遅れているだけであると考えています。

可処分所得に占める家計債務の比率



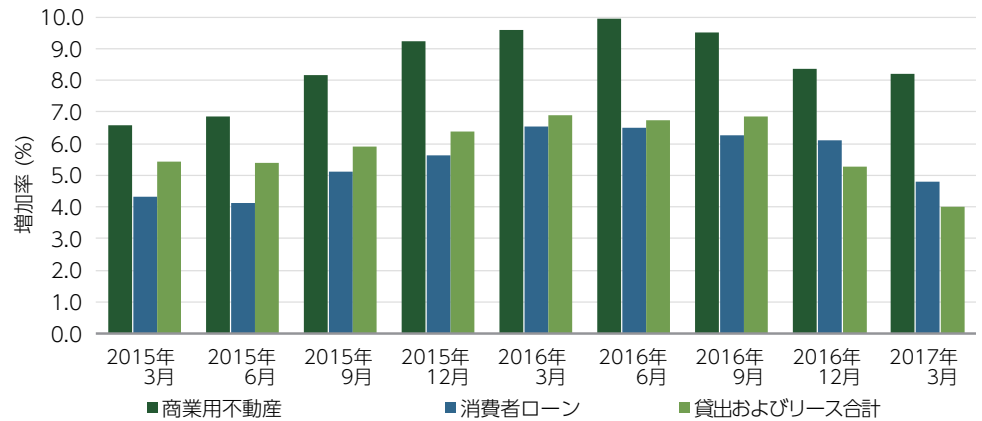
出所:セントルイス連邦準備銀行、2017年5月31日時点

米国経済は健全なファンダメンタルズを維持しています。良好な雇用状況と堅調な賃金上昇に支えられ、米国の個人消費支出は好調です。住宅市場関連指標が好調であると同時に、米国の平均的な世帯のバランスシートは健全です¹。特に、米国の銀行は良好な状態にあります。財務体質は健全で、貸出も全般的に着実に拡大しています²。

¹ ブルームバーグ、2017年5月31日時点

² 米連邦預金保険公社 (FDIC)、FDIC Quarterly Banking Profile、2017年5月24日時点

米国銀行の貸出の伸び



出所:FDIC、2017年5月24日時点

要約すると、不透明感が払拭されれば、市場は「成長」モードへ反転すると弊社は考えます。



市場は利益成長により、更なる上昇局面に突入

投資機会

弊社はこれまで通り、金融セクターをポジティブに見ています。足元の下落は、バリュエーションの観点から投資機会を提供していると考えられます。資本財セクターについても同様のことが言えます。また、一般消費財セクターの企業にもポジティブな見方を持っています。好調な経済環境が同セクターを力強く下支えすると思われます。

バリュエーションの水準については様々な議論があります。実際に米国株式のバリュエーションはこの8年間に上昇し、株価収益率は2008年の12倍から昨年末には約18倍に達しました¹。その主な要因は当時の金融政策、すなわち量的金融緩和策であると思われます。これは上昇相場の第1段階ですが、その段階は終わったと見ています。現在市場は上昇相場の第2段階に入りつつあり、企業収益の成長がその原動力になることが予想されます。直近の決算発表では、米国の大型銘柄の企業収益は前年比8%増の予想に対して13.5%増と、弊社の見方を裏付ける内容となりました³。この傾向は今後も続くと考えられます。

とは言え、ファンダメンタルズに基づく長期的な投資家としては、短期的な市場の動向に惑わされず、競争力を持ち、バリュエーションの観点から見て妥当な水準にある質の高い企業に注目することが重要です。これは現在の環境で特に重要です。

³ ファクトセット、2017年5月31日時点



リスク・シナリオ

米政権は一般市販薬の薬価引き下げの公約履行に注力し、特定の業界に影響を及ぼす可能性

弊社は、ヘルスケア・セクターに対して若干慎重な見方を維持します。米政権は公約で掲げた一般市販薬の薬価引き下げに注力しており、特に薬価の動向に左右される企業をはじめ、特定の業界に影響が及ぶ可能性があります。しかし、バイオテクノロジーや製薬会社など、ヘルスケア・セクターにも投資機会を見つけることは可能です。



注目ポイント

トランプ政権の政策実行能力は市場にも影響

トランプ政権の政策進展状況を慎重に見守ります。米政権が政策を遂行できるかどうかは市場のセンチメントに大きな影響を与えます。現時点では様々な憶測が飛び交い、投資家を惑わせる原因となっています。願わくは、米政権が夏の終わりまでに一定の成果を見せることが望まれます。

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

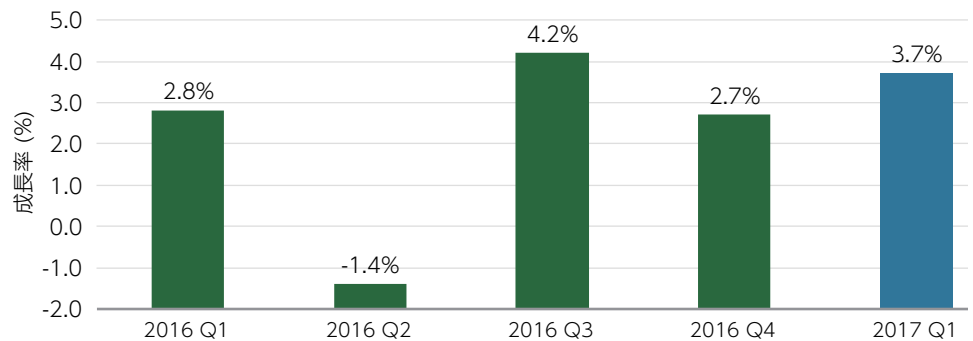


世界経済の牽引役である米国と中国の2カ国が再加速の兆し

市場概況

世界経済は回復基調が続く、成長はまだ力強さに欠けるものの、先進国経済と新興国経済の連動性はこれまで以上に高まると予想します。世界の経済成長の主な牽引役は米国と中国の2カ国で、両国とも経済が再加速する兆候を示しています。米国では雇用や住宅など主要分野の経済指標が好調さを示しています。欧州では直近のGDP成長率が予想を上回りました。カナダ国内に関しては、経済は2017年は極めて好調な出だしとなりました。月が進むにつれて成長スピードは緩やかになることが予想されているものの、直近の統計は期待を抱かせる内容となりました¹。

カナダ実質GDP成長率



出所:カナダ統計局

弊社は世界経済成長に対して全般的には強気の見通しを持っていますが、こうした見通しに対するリスクにも留意しています。弊社カナダ株式運用チームでは、現在の環境におけるリスクの1つは、米国の個人消費がやや弱い点にあると考えています。これは小売セクターにはマイナスとなりますが、その影響は一時的であると考えます。力強い雇用の伸びと賃金上昇が相まって消費回復を下支えし、米国の個人消費支出は回復に向かうと予想します。



情報技術、消費財、資本財セクターへの投資魅力

投資機会

弊社は情報技術、消費財および資本財の各セクターに魅力的な投資機会があると見ています。これらのセクターにはフリー・キャッシュフローが潤沢にあり、フリー・キャッシュフロー利回りが魅力的な水準にある銘柄があります。

弊社が注視しているもう1つのセクターは金融です。金融セクターの株価は、利回りの低下、カナダの住宅市場や消費者の債務水準に対する懸念から、2017年第1四半期末にかけて下落し始めました。しかし弊社は、正当な理由のない弱気の見通しから株価は下落しすぎていると見ており、カナダの特定の銀行には魅力的な投資機会が生じていると考えます。

¹ ブルームバーク、2017年5月31日時点



米国の政策見直しが最大のリスク

リスク・シナリオ

米新政権による政策見直しが始まった今、弊社が考える重大なリスクは政策に起因するものです。計画されている改革は様々な業種に幅広く影響を与える可能性があるため、不透明感が生じ、信頼感に影響を及ぼしています。個人消費や企業の設備投資は信頼感に大きく左右され、動揺が生じることによっていずれも低迷する恐れがあります。支出、投資、採用の決定の先送りは最終的に成長を鈍化させて実体経済に影響を与えます。

米国に関する弊社の最大の懸念は通商政策の見直しで、これはカナダに直接影響を与える恐れがあります。米新政権に関する日々の雑音については懸念していませんが、医療制度の見直しなど、米新政権はまだ改革を成功させてはいません。医療保険改革の後退は後に続く政策改革の試みの成否を示唆している可能性があります。今後も引き続き弊社のポートフォリオに影響を及ぼす可能性のある米国の政治情勢の変化を注意深く見守ります。

弊社は世界経済に対して強気の見通しを持っていますが、これまでの状況は景気循環的な回復であり、長期的かつ構造的な経済成長を決定づけるのはむしろ今後の政策であり、景気回復をどのように主導するかであるとの認識を持っています。これは政治的リスクに対する懸念の要因となります。欧州は現時点では政治的リスクが後退しているように見えますが、弊社はかなり以前から、フランスよりもイタリアの総選挙の方がEUの今後を占う試金石になる可能性が高いと考えていました。EUに加盟し続けるコストは、フランスなどの国にとってはメリットを考慮すると妥当と言えますが、イタリアの場合、それは容認できる水準を超えていると思われます。イタリアの方がEUを離脱する可能性は高く、長期的に見るとそれはイタリアにとって正しい選択になるかもしれません。

地政学的な懸念が信頼感の妨げとなり、それが実体経済に影響を与えるのでしょうか。それが弊社の最大の懸念事項です。



米国は雇用環境は良好なもの、政策金利は低水準、正常化までの道のりは長い

注目ポイント

米連邦準備制度理事会（FRB）は依然として金利正常化を目指しており、そのため金利を継続的に引き上げることが予想されます。良好な雇用環境を考えると米国の金利水準は低く、金利の正常化までには時間を要すると思われます。

グローバル債券見通し

ダニエル・ジャニス グローバル債券運用部門ヘッド
トーマス・ゴギンズ グローバル債券運用部門シニア・ポートフォリオ・マネージャー

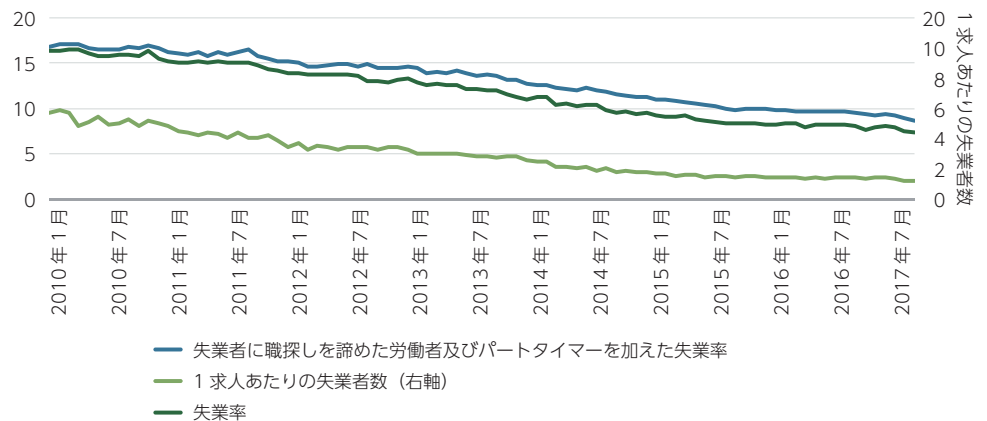


雇用¹と製造業統計²の改善は、米国経済が当面現在のペースで順調に成長すると見る弊社の見通しを裏付け

市場概況

金利リスクが、引き続きグローバル債券市場におけるテーマの中心です。この数週間の米国10年物国債利回りは3月に比べて低下していますが、経済ファンダメンタルズ要因のみでも金利は上昇すると弊社は考えています。雇用¹と製造業統計²の改善は、米国経済が当面、現在のペースで順調に成長すると見る弊社の見通しを裏付けています。

堅調な労働市場



出所：米国労働統計局

欧州では、フランスの大統領選が決着し、ようやく経済成長に投資家の注目が移っています。依然としてイタリアの政治動向に対する懸念はくすぶっており、欧州の成長見通しに一時的に暗い影を落としているものの、最新の欧州の経済指標は比較的良好です。



インドに対してポジティブな見方：2016年に政府が複数の大胆な改革を実施

投資機会

多くの資産クラスでバリュエーションは割高な水準にあると考えております。弊社はこれまで通り、現在の環境ではディフェンシブなスタンスを取ることが最も理にかなっており、現在のクレジット・サイクルでは銘柄選択がこれまで以上に重要であると考えます。しかし、ディフェンシブなスタンスの中でも、より高い利回りを追求する投資機会を検討する余地はあると考えます。

¹ 米国労働統計局：Payroll Employment Rises By 138,000 In May; Unemployment Rate Changes Little (4.3%)、2017年6月2日

² セントルイス連邦準備銀行：Manufacturing Sector: Real Output、2017年5月4日

弊社は一部のエマージング市場に対して、よりポジティブな見方をし始めています。2016年に政府が複数の大胆な改革を実施したインドについて、ポジティブに見ています。この改革は短期的には痛みを伴うことが予想されますが、最終的には今後の成長に向けて経済を順調な成長軌道に乗せるものと思われます。一方、インフレ率は低下し、中央銀行には金融緩和策を継続する余地があります。弊社グローバル債券運用チームでは、市場のボラティリティの高まりが、新興国への魅力的な投資を開始する機会をもたらすだろうと考えています。ブラジルがその好例です。またもや大統領の汚職隠蔽疑惑が発覚し、ブラジルの債券市場と通貨はボラティリティが上昇していますが、同国が真の回復への出発点に立っていることを示す明るい兆候もあります。インフレ率は低下し、製造業統計も改善しつつあります³。

米国のクレジットについては、やや慎重なスタンスを維持します。エネルギー・セクター内でも採鉱・掘削関連企業に対してはこれまで通り懐疑的に見っていますが、パイプラインや公共事業といった同セクターの中でもボラティリティの低い業種に投資機会はあると考えています。

米ドルは、ピークに達した可能性があると思われます。このことは、グローバルに見て特定の地域、たとえば欧州に関して興味深い投資機会をもたらす可能性があります。欧州の利回りは低水準にとどまっています。しかし、経済ファンダメンタルズの改善が続けば、ユーロは上昇する可能性があります。そのため、トータル・リターン観点から見ると、欧州はやや魅力が高まります。例えば、ポルトガルは比較的小規模ですが、興味深い市場です。欧州の投資適格社債には、一定の投資機会があると見ています。



英国のEU離脱交渉は難航すると予想

リスク・シナリオ

金利リスク以外の最大の問題は、米国のトランプ政権が公約を履行できるかどうかです。インフラ投資、税制改革、銀行規制の簡素化に向けた米国の政策に対する熱狂的な期待がリフレ・トレードにつながり、市場は上昇しました。現在、投資家が直面している主な課題は、米政権が期待に応えることができない場合の下振れリスクをどの程度織り込むべきかです。

欧州への投資家の最大の関心事は、欧州中央銀行（ECB）がいつ量的金融緩和の出口政策の下準備を始めるか、どのような方法で実施するのか、どのくらいの期間及びスピードで実施するのかという点にあります。これはユーロ周辺国市場にマイナス材料となる可能性があります。特に9ヶ月以内に（もしくはさらに早期に）総選挙実施が見込まれるイタリアへの影響は大きいでしょう。

英国のEU離脱交渉は難航するものと思われます。直近の選挙結果を受けた保守政権の弱体化により、離脱交渉への姿勢が軟化する可能性があり、状況は引き続き混沌としています。懸念されるのは、2016年の英国のEU離脱を問う国民投票の影響がついに経済指標に現れ始め、個人消費支出は低迷し、インフレ率は上昇、住宅価格の伸びが鈍化している点です。間違いなく、今後数ヶ月間市場は情勢を注視していくことになります。

³ ブルームバーク、2017年5月30日時点



中国の信用拡大に依存した成長は、依然として懸念材料

注目ポイント

中国の信用拡大に依存した成長は、依然として懸念されます。明るい点は中国政府がこの問題を認識し、積極的に対処していることです。しかしながら、中国が直面している課題は大変困難であり、以下を同時に実行する必要があります。

- 経済成長を促進する
- 信用拡大をコントロールする（先般の中国の信用格付引き下げにもつながった、議論の分かれる問題）
- 資本流出に歯止めをかける — そのためには、国際通貨バスケットに対する人民元の価値をコントロールしながら、資本勘定を徐々に自由化する必要がある

これは様々な要因が絡む複雑な課題のため、今後政策ミスの可能性が高まり、それがこの先マイナスの影響を及ぼす恐れがあります。とはいえ、現在中国政府はこれらの刻々と変わる要素を継続的に把握・管理するためのリソースを備えており、当面、壊滅的状况が生じる可能性は低いと思われます。

カナダ債券見通し

テリー・カー
カナダ債券運用部門ヘッド



リスクは高まっており、近い将来に調整が起こることも考えられる

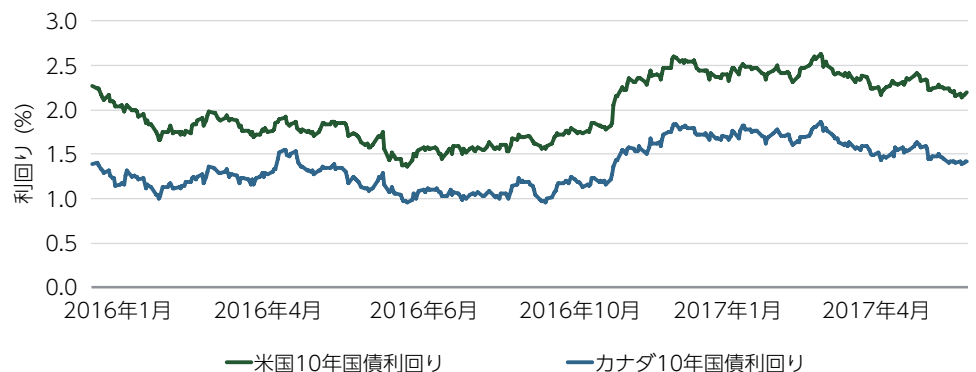
市場概況

この数ヶ月は興味深い時期でした。現在、資本市場は経済よりも政治に注目している模様です。しかし同時に、投資家はおそらく根拠に乏しい楽観的な見通しを持っているようです。この楽観ムードが、フランスの大統領選、ジェームズ・コミー FBI 長官の突然の解任、北朝鮮の様々なミサイル発射実験など、通常であれば懸念すべき問題と思われる事態が続く中で市場を上昇させました。いかなる障害も乗り越えることができるという考えが広がっているようです。

こうした状況下、弊社カナダ債券運用チームが債券のバリュエーションに問題があると考えるのは意外なことではありません。リスクは高まっており、近い将来のある時点で調整が起こると推測することは妥当です。いつものことながら、問題は、いつ、どのようにしてそれに備えるかです。

この楽観ムードは昨年 11 月の米国大統領選に端を発していると思われます。トランプ氏が大統領選で勝利した後の数週間に「トランプ・トレード」や「リフレ・トレード」という言葉が広まり、インフレ期待の高まりを受けて金利が上昇しました。

米国とカナダの10年国債利回り - 相関性を維持



出所:ブルームバーグ、2017年6月9日時点

しかし、債券利回りは 3 月半ばに低下し始めました。これは、米政権が政策案を当初考えられていたほど迅速なスピードで実行できるかどうかを市場が疑問視し始めたことの表れと見ることができます。

現在、当チームは今年の FRB の利上げ回数の予想をちょうど 1 カ月前の「3 回は確実」から「2 回だが、3 回の可能性もある」へとやや引き下げました。これは、カナダ銀行による年内の利上げはないという確信が強まったことも意味します。



市場が混乱しない限り、
好調な株式市場が社債市
場を下支え

投資機会

当チームは、投資適格債とハイイールド債の両方の社債が引き続き国債をアウトパフォームすると考えています。株式の堅調なパフォーマンスが社債をしっかりと下支えし、市場に混乱が生じない限りこの状況は続くと考えています。とはいえ、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げの可能性と、米国経済が好調を維持していることを踏まえ、デュレーションには注視します。さらに、米国債券市場とカナダ債券市場とは依然として相関があるため、米国の利回りが上昇し始めた場合は、カナダも金利が上昇する可能性があります。

弊社はこれまで通り、地方債を強気に見ており、比較的大型で流動性の高い地方債を 선호します。一方、実施が見込まれる NAFTA の再交渉については、ケベック州やブリティッシュ・コロンビア州に甚大な影響を及ぼす可能性があるため注意深く見守ります。現在、米国との間で行われているカナダ産針葉樹製材と酪農製品に関する通商協議は一連の NAFTA 交渉とは関係ありませんが、協議の中で交渉手段として使われる可能性があります。5 月下旬、市場がブリティッシュ・コロンビア州議会選挙の影響を懸念し、資本市場ではブリティッシュ・コロンビア州債に関して追加的な問題が持ち上がりました。現在の自由党州政権は、少数与党政権をかりうじて樹立するのに必要な議席しか獲得できませんでした。野党である新民主党（NDP）や緑の党が協定を結び、連立を組めば、政権交代となる可能性があります。そうなった場合、地方債市場はこの状況をネガティブに評価していくと思われます。

弊社は、不透明感が高まった状況の中で楽観的なバリュエーション水準が併存する環境では、柔軟性が鍵になると考えます。VIX 指数で表されるボラティリティは驚くほど低水準にあることを考えると、これは特に重要です¹。柔軟なポジションをとることにより、市場の混乱が生じたときに投資機会を追求することが可能になります。弊社の見解では、問題は発生するかどうかではなく、いつ発生するかです。



カナダの住宅市場に注視

リスク・シナリオ

これまで説明してきたとおり、最大の懸念は楽観的ムードに伴うリスクでしょう。

前述したように、投資家の信頼感と楽観ムードが VIX 指数を 3 年ぶりの最低水準に抑制し、この 6 カ月間に市場が様々なリスク・イベントを乗り越える際の下支えとなってきました。VIX 指数は時折上昇したものの、その上昇はごく短期間のものとなる傾向がありました。また、その上昇幅が徐々に小幅になっていることも確認できています。これは楽観的ムードの兆候であると思われます。

¹ ブルームバーク、2017年5月30日時点

さらにカナダの住宅市場の動向にも注視しています。ムーディーズは先頃、住宅価格の上昇や消費者の債務が高水準にあることが懸念されるとして、カナダの大手銀行 6 行の格付を引き下げました²。弊社の見るところ、状況はまだ深刻ではありません。しかし、それは連邦政府のほか、価格が最も上昇しているオンタリオ州とブリティッシュ・コロンビア州が直面している課題の甚大さを明確に表しています。両州政府は相互に矛盾しかねない目標の達成が求められている模様です。

- 住宅価格及び家賃の上昇を抑制することにより若年層の有権者の期待に応える一方で、政府の政策が市場を冷え込ませることがないように配慮することで年配の不動産オーナーを満足させる。
- 住宅市場の沈静化が地元経済（雇用、消費支出）に打撃を与えることがないようにする。
- 構造的な供給不足の問題の深刻化を解決するために不可欠な、民間セクターの参加を促す事業環境を醸成する。

要するに、これは慎重な舵取りが求められる複雑な任務です。適切に対処しなければ、カナダ経済の重しとなる可能性があります。



トランプ政権の政策運営 能力に注視

注目ポイント

市場は依然としてエネルギー・セクターの動向に影響を受けています。特に米国のシェールガス生産者の決定する原油価格に左右されています。技術の進歩はシェールガス生産者にとって追い風になると言ってもよいでしょう。OPEC にとっては依然として難しい課題です。業界内のパワー・バランスの変化は、カナダのようなエネルギー産出国、ひいては世界の経済成長に計り知れない影響を与える可能性があります。

弊社は、政治および米議会の立法体制を主導するトランプ政権の能力を注意深く見守ります。これは、米政権が政策を遂行するスピードに影響し、市場のセンチメントを左右します。

² ムーディーズ: [Moody's Downgrades Canadian Banks](#), 2017年5月10日時点

日本債券見通し

津本啓介

マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社 取締役 債券運用部長



市場概況

日本銀行（日銀）が昨年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を行っていることから、長期金利は狭いレンジの中で安定的に推移

日本銀行（日銀）が昨年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。今年前半は概ね0.0%から+0.1%の範囲でした¹。イールドカーブの形状が安定的に推移する中でボラティリティも低位となっており、金融緩和政策が維持されると見込まれることから、年内、長期金利はレンジ内での横ばい推移を想定します。



投資機会

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。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っている

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としていますが、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 市場データ出所はすべてブルームバーグ、2017年6月30日時点（別途記載がある場合を除く）



リスク・シナリオ

弊社のメインシナリオは日銀が年内は 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

日本経済は年後半にかけて底堅い推移を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、FRB（米連邦準備制度理事会）は既に利上げに動いています。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が、弊社のメインシナリオは日銀が年内は 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。



注目ポイント

日本を含む主要国・地域で利上げまたは量的緩和の縮小等いわゆる出口政策についての関心・議論が一層高まると予想

さらにその先を見ますと、日本を含む主要国・地域で利上げまたは量的緩和の縮小等いわゆる出口政策についての関心・議論が一層高まることと思われます。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が、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



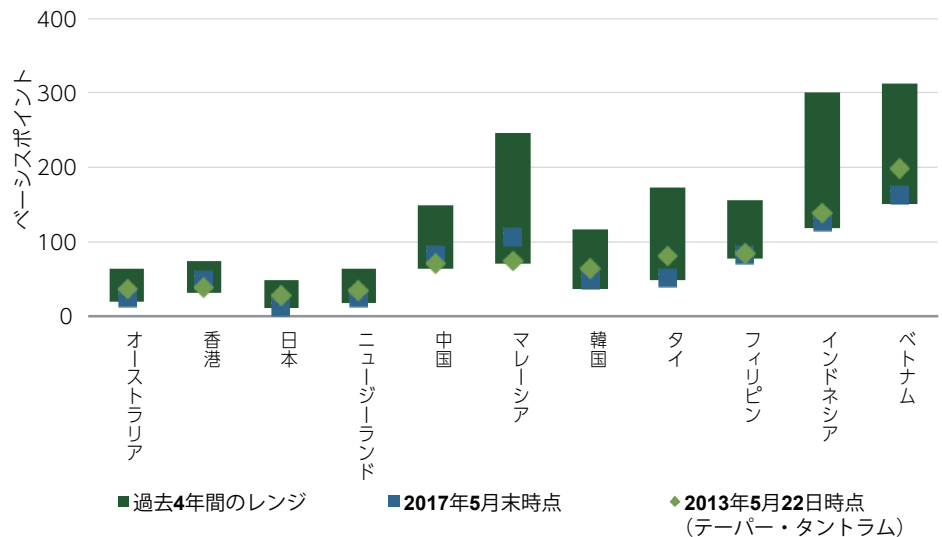
2017 年はこれまでのところエマージング市場への資金流入が続く中で、アジア債券は一段と上昇

信用格付機関 2 社の決定が 5 月のアジア債券市場の動向を大きく左右しました。スタンダード・アンド・プアーズはインドネシア国債の格付を引き上げ、同国の国債は投資適格債となりました。ムーディーズは、中国および香港の国債格付を引き下げました。一部の投資家の間では予想されていたものの、これらの決定はアジア地域の債券投資家にとってリスク特性と投資機会が変化していることを象徴的に表しています。

投資家は今なおアジア債券を買っています。2017 年はこれまでのところエマージング市場への資金流入が続く中で、アジア債券は一段の上昇を示しています。アジア債券市場は 2016 年の米国大統領選の後こそ資金流出に見舞われたものの、2017 年には流入が増加しています。先行きに対する不透明感が大きい中、ディフェンシブ指向の投資家は債券に相対的な安心感を見い出さずだろうと思われます¹。

現在、アジア諸国の国債の多くは過去 4 年に比べてリスク水準が低下しています。下図に示すように、アジア地域の国債の多くはクレジット・デフォルト・スプレッド (CDS) が 2013 年以来的の最低水準近くにありま。CDS のクレジット・スプレッドが縮小する中、アジアの大半の国で国債価格は底堅く推移しています¹。

国債のクレジット・デフォルト・スワップのスプレッド²



出所:ブルームバーグ、国際通貨基金 (IMF)、2017年5月31日時点

¹ Asians Bonds Online、2017年5月29日: <https://asianbondsonline.adb.org/regional.php>

² IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific May 2017



アジアでは、戦略的なポジショニングが投資機会を活かす鍵に

投資機会

アジア地域に変化とリスクが生じる中、弊社はこれまでと同様、中国及び幅広いアジア地域の債券に投資機会があると見ています。

中国に関しては、ムーディーズによる中国国債格付の引き下げが市場に与える影響は限定的と見ています。中国政府は、債務水準の引き下げに向けて、中央銀行による流動性吸収を目的とするリバース・レポ取引や、理財商品販売の取り締まりなど、必要な措置を講じています。これらの政策によって生じた国債利回りの上昇は、長期的な視点で見れば、投資家にとって魅力的なリターン獲得の機会を提供していると思われます。

資産担保証券（ABS）は中国における債券投資において新たな投資手段となると考えています。ABSは先進国市場では一般的ですが、中国では急速に成長し始めたばかりです。起債総額は2013年から2016年までの期間に約27倍の1兆6,000億元に拡大しました³。経済構造がより個人消費型へとシフトするに伴い、消費関連企業の起債が著しく増加しています。消費関連のABSは消費者ローン、クレジット・カード、自動車ローン、住宅ローンを担保として発行されています。

アジアでは、戦略的なポジショニングが投資機会を活かす上で鍵となると考えられます。資金流入が続く中で、アジア地域のバリュエーションは上昇し、信用スプレッドは縮小しています。アジア・クレジット債券市場へ「容易に」投資を開始する機会はあるかもしれませんが、投資家はアジア地域の国債や社債を保有することでリターンを獲得することは可能です。アジア地域での新発債（社債）発行は続いており、そこには一連の新たな投資機会が生じています。地政学リスクや保護貿易主義といった潜在的なリスク・イベントは市場のミスマプライシングを発生させる要因ですが、同時に絶好の買い場をもたらします。

弊社は、アジア地域ではインドとインドネシアに投資妙味があるとの考えを維持します。特に、インドネシアの信用格付が引き上げられ、両市場とも他の市場と比較するとより高い利回り、より相対的に魅力的なリターンをもたらすだろうと見ています。



米国の通商代表が指名され、慢性的な赤字となっている貿易相手国に対する米政府の論調は激しさを増す可能性⁴

リスク・シナリオ

通商リスクと地政学リスク

- アジア市場は、顕在化する可能性のある地政学リスクや通商リスクを織り込んでいません。米国と中国は5月に貿易合意を締結し、二国間の貿易をめぐる緊張は少なくとも一時的には弱まっています。しかし、米国の通商代表が指名され、慢性的な赤字となっている貿易相手国に対する米政府の論調は激しさを増す可能性があります⁴。
- 同時に、北朝鮮が5月中旬に中距離弾道ミサイルの発射実験を行って以来、朝鮮半島の地政学的リスクは高い状態が続いています。こうした脅威に対して明確な解決策は見つかっていないにもかかわらず、市場はこれまでのところこの脅威にほとんど注目していません。

³ サウスチャイナ・モーニング・ポスト: "[Consumer-related issuers set to lead asset-backed securities growth](#)", 2016年12月21日

⁴ ブルームバーグ: Lighthizer Approval as Trade Rep Paves Way for Nafta Talks, 2017年5月12日



信用格付機関2社の5月の決定は、アジア債券のリスクと投資機会の特性が変化していることを表している

注目ポイント

信用格付機関 2 社の 5 月の決定は、アジア債券のリスクと投資機会の特性が変化していることを表しています。インドネシアはようやく完全に投資適格級に引き上げられました。一方、中国は輸出・投資主導型経済から消費・サービス主導型経済へと漸進的な移行を経る中で構造的な成長の鈍化に直面しています。こうした重大な移行期に、拡大した債務を削減するために政府がどのような政策を実行するのかを慎重に見守ります。格付機関による先般の信用格付の変更はあったものの、両国とも投資家に短期的及び長期的な投資機会をもたらすことに変わりはありません。

今後、以下のポイントを注視します。

- **米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策とバランスシート縮小**：FRB は利上げ見通しについて市場と十分に対話しています。予定された 4 回の利上げのうち、2 回が実施されました。しかし、米国経済の健全性と今後の利上げ、さらには 2018 年までに量的緩和で拡大したバランスシートの縮小を開始する可能性があるとする連邦公開市場委員会（FOMC）委員の公式声明を疑問視する声もあります。FRB の政策は市場を動かす大きな要因です。
- **中国政府の金融政策**：中国政府は経済成長の必要性和、累積債務がさらに積み上がるリスクとのバランスを図っています。中国人民銀行の重要な課題の 1 つは、この 2 点の間の均衡点を見出すことです。経済成長が鈍化するか、中国本土のクレジット市場のデフォルト件数が 2017 年下期も引き続き増加した場合、この課題はより難しくなる恐れがあります。
- **アジアのドル建て債券の時価総額**：2017 年 1 ～ 3 月期のアジアの米ドル建て債券の発行は好調で、今年か来年には発行総額が 1 兆米ドルに達する見込みです⁵。このマイルストーンは外国人投資家の関心をアジアへ引きつけ、アジア債券へのアロケーションを増大させるでしょう。

⁵ ゴールドマン・サックスによると、2017年4月28日時点で、アジア（日本を除く）における日米欧3通貨建て債券の年初来発行総額は1,140億ドル。2017年4月時点で、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）の時価総額は7,444億ドル。

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