

3つのサイクルによる主導権争い

2020年

アウトルック マクロ経済

- 2020年のグローバル見通しにおいて、マクロ経済、金融政策、政治の3つのサイクルが影響力を持つと見ています。
- マクロ経済サイクルが大きな影響力を持つのが通常ですが、2020年については金融政策が最も大きな影響力を持つと見ています。
- しかしながら、金融政策の優先順位を急激に変化させる契機になりうる政治サイクルにも注意が必要です。

2020年に差し掛かろうとする今、世界的なマクロ経済環境は2019年初頭のものとは大きく異なっています。昨年の今頃は、自らの主な役割を景気サイクルの終焉が近いかどうかを見極めようとするリスク・マネジャーとして捉え、FRB（連邦準備制度理事会）が引き締め政策を継続し、中国が対立深まる米国との貿易摩擦による逆風を相殺するのに十分な景気刺激策を実行しなかった場合、景気後退に向かう可能性が高いと結論付けていました。良いニュースとしては、2019年初め、FRBは金融引き締めを過剰として、新たな緩和サイクルに方向転換したことが明らかになったこと、また、中国は広範な成長促進策を実施し、より深刻な景気減速を阻止することに成功しました。

私達は、近いうちに景気後退が起きることはないと確信し、延長された景気サイクルの後期において、マクロ経済および市場を動かす要因がどのようなものになるかを特定することに焦点を移しました。「景気サイクルの後期」という言葉は、主として先進国経済に当てはまり、IMF（国際通貨基金）とOECD（経済協力開発機構）の推計では、2019年の需給ギャップがプラスに転じ、大不況による供給過剰がようやく吸収されたことを示しています。対照的に、ほとんどのエマージング諸国は、マイナスの需給ギャップが続いており、したがって、「景気サイクルの中盤」に近いと言えます。

2020年を展望すると、マクロ経済サイクル、金融政策サイクル、政治サイクルの三つのサイクルが主導権を争い、グローバル見通しを決定すると見ています。われわれの重要な投資命題は、伝統的に重要なマクロ経済サイクルの影響が薄まり、金融政策サイクルが支配的な市場要因になるという主張です。

通常、マクロ経済サイクルは市場に対して最も大きな影響力を有しています。ここで問題となるのは、逆イールドカーブが示唆することが正しく、先進国は最終的に深刻な景気減速に直面するのか、或いは景気拡大を続けることができるのか、ということです。金融政策サイクルは、通常、より広範なマクロ経済サイクルに依存しますが、中央銀行が政策の優先順位を変化させていることから、マクロ経済サイクルからますます乖離してきています。政治サイクルは依然としてリスク分析の一部として捉えられますが、金融政策の優先順位を突然変化させる力を持つため、2020年及び今後数年間に亘り、より高い注目に値します。



著者



Markus Schomer, CFA
チーフ・エコノミスト

成長率は長期潜在成長率に収斂

伝統的に、マクロ経済サイクルは大きな影響力を有しています。景気サイクルの初期には、労働市場の改善が景気回復を促し、経済は長期的かつ構造的な潜在成長力よりも速く成長し、景気後退の間に拡大した需給ギャップを埋めることを可能にします。完全雇用に至るまで、また景気サイクル後期に他の成長源が存在しない場合、成長率は労働力と生産性の伸びによって既定される、より長期的な潜在成長率に収斂します。2000年代後半に米国の消費者が住宅価格の高騰を背景に旺盛な消費姿勢を示したことは、後期サイクルにおける成長源となり、潜在成長率を上回る成長率を維持しました。今回は、それに相当するものは見当たりません。米国の景気サイクルは現時点で10年以上続いており、史上最長です。失業率は50年間で最低水準に低下し、消費者信頼感は依然として20年ぶりの高水準にあり、実質所得は2000年代の前期のサイクルに比べ急速に伸びています。

確かに雇用の伸びは鈍化し始めていますが、求人数が失業登録者数をはるかに上回っていることを考慮すると、少なくとも部分的には供給側の制約によるものです。この経済においては、仕事を望むすべての人は基本的に仕事に就くことができます。同様に供給側の制約によって、賃金の伸び率はインフレ率を上回り、実質消費者支出は2%以上の成長を続けることが確保されるはずで

企業にとっては3つの谷があったものの 景気後退には至らず

実際、米国の消費は景気後退懸念の原因にはなっていません。経済全体が10年間に亘る景気拡大を享受してきた一方で、企業部門は3回の上下サイクルを経験し、谷は2012年後半、2016年前半、そして2019年半ばにありましたが、いずれも景気後退には陥りませんでした。

足元の景気動向を示す最も良い経済指標は耐久消費財の受注で、足踏みしているものの低下はしていません。このセクターは様子見モードですが、拡大継続を断念したわけではありません。実際、労働市場が逼迫する中、企業は労働者の解雇をためらっており、現在の景気の谷が一時的な停滞に過ぎなかった場合、労働者を取り戻すことができないのではないかと恐れています。

米国の景況感が押し上げられ、昨年夏以降に積み上がってきた投資需要の一部が表面化するまでにそれほど長くはかからないと見られます。米中貿易戦争の停戦は、FRBが「微調整」ではないとの強いシグナルを発していることと同様に景気にプラスに働くことが期待されます。しかしながら、FRBは深刻な景気減速後退を防ぐために「必要な手段は何でも」採る必要があります。2019年の3回の利下げは助けになりましたが、2020年にはさらなる金融緩和措置とより市場にサポーター的な発言が期待され、事業投資は緩やかに回復し、米国の潜在成長率である2%をわずかに上回るGDP成長率が続くことが期待されます。

輸出主導型経済である欧州は、世界貿易の広範な減速により、かなり大きな打撃を受けています。少し前には、世界的な景気サイクルが同調するなかで、貿易の伸びが加速したことは喜ばしいことでした。しかしながら、それは深刻化する米中貿易摩擦の影響によって急激に終焉を迎え、2019年の貿易高は前回の景気後退以来、初めて減少に転じました。欧州の輸出業者が対応に苦戦したことが、ユーロ圏の成長が潜在成長率を下回り、ドイツなどのように0%近傍まで低下した主な理由です。

2020年のマクロ経済に おける確信トップ3

1

景気後退なし、2020年の世界経済の成長は緩やかに回復

2

コンセンサスを上回る経済成長予想にもかかわらず、コンセンサスを下回る金利予想

3

経済成長率格差、金利差を背景にした米ドル高

2020年に向けた 疑問トップ3

1

『ドラギ総裁緩和』が機能しない場合、ECBはどう対応するか。

2

トランプ大統領からの圧力が強まった場合、FRBはどう対応するか。

3

円高になった場合、日本銀行はどう対応するか。

底堅さを示す労働市場

とは言うものの、米国と同様に、ユーロ圏の労働市場の壁は維持されています。全てのユーロ加盟国が金融危機から完全に回復したわけではありませんが、ユーロ圏の平均は回復を実現しており、米国の堅調な個人消費を牽引する労働市場の持続的な逼迫による経済安定効果と同様のものを多くの国が経験していることを示しています。ドイツでは特にあてはまります。従って、ユーロ圏の個人消費は今後も持ちこたえると思われる一方で、米国の企業投資の回復は、欧州の製造業を助け、GDP成長率を1.25%という域内の長期潜在成長率に回復させるのに役立つと思われます。

当然ながら、中国の製造業も米国の攻撃的な関税政策によって打撃を受けています。しかし、ここにおいても労働市場の壁の議論が当てはまります。政府の景気刺激策の大半は、伝統的なインフラ向けではなく、消費者をターゲットにしたものでした。だからこそ、世界の他の国々は、過去の中国の景気刺激策に比べて、今回はあまり恩恵を受けられなかったのです。さらに、中国は、輸出業者に対する関税の影響を相殺するために自国通貨をより積極的に活用しました。2019年を通じて、中国のサービスセクターの指標は国内経済の成長の維持を示す一方、輸出主導型の製造業の活動は停滞しました。

状況を複雑にしているのは、生産性上昇鈍化の結果として起きている中国の構造的な減速傾向の再来であり、これは今後数年間に亘って経済成長率の鈍化をもたらすと見られます。こうした構造的な傾向を踏まえると、中国は貿易摩擦の緩和から明らかに恩恵を受けるでしょう。更に、サプライ・チェーンの世界的な性質は、米国とユーロ圏の企業投資の回復でさえ、少なくとも緩やかな景気刺激効果をもたらし、中国の製造業者の下方リスクを抑えると思われます。失業率が低水準にとどまる限り、中国の消費は、世界第2位の経済が深刻な景気減速に陥ることを妨げると見られます。

マクロ経済サイクルは緩やかな成長持続を示唆

私達の経済分析によれば、マクロ経済サイクルは依然として横ばいですが、それでも景気後退は示していません。堅調な労働市場により、消費者は、弱含んでいる大半の企業部門から隔離されています。そして、中央銀行はより成長支援に軸足を置いており、それが一定程度の投資を促し、世界経済の成長を2020年の3.2%から2021年には3.4%まで緩やかに引き上げると見られます。もちろん、それは好景気やブームとは言えません。金融危機以前は、世界経済の成長率は4%を超えていましたが、現在の状況では、世界経済の長期平均成長率に届くことはほとんどないでしょう。

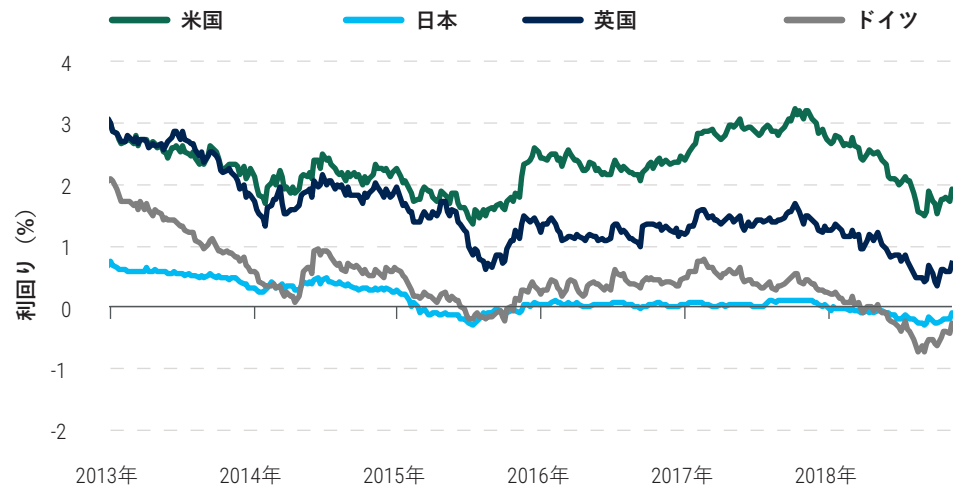
金融政策サイクルは、非伝統的な手段が伝統的になったことを示す

通常、経済ファンダメンタルズが金融政策サイクルを既定します。成長率とインフレ率の予測を的確に行い、透明性のある金融政策反応関数を用いて、中央銀行がどう行動するかを予測することができます。しかし、多くの中央銀行がインフレ目標を持続的に達成できない世界においては、それほど容易なことではありません。実際、昨夏の欧州中央銀行（ECB）の決定は、金融政策の正常化を真剣に試みることなく、金利をさらにマイナス圏に押し上げ、資産買入れプログラムを再開するというもので、一時的な緊急手段が常態化するというシグナルを発しました。非伝統的な手法が伝統的となったのです。その結果、現下の経済ファンダメンタルズにかかわらず、債券利回りはより大きく低下することになります。

利回りの低下

10年国債指標利回りの推移

中央銀行の政策によって、債券利回りはグローバルで低下傾向にあります。



出所: Macrobond、Bloomberg、PineBridge Investments。2019年11月3日現在。

ECBは現在、より刺激的な金融政策競争において、世界の中央銀行をリードしています。ユーロ圏のコア消費者物価上昇率は、金融危機以降平均1.1%にとどまり、一度も「2%に近い2%未満」という目標に近づいていません。現在、ECBは継続する世界経済の低成長が、この目標に到達する可能性をさらに低下させると懸念しています。ECBの金融政策は、ユーロ圏を超えて大きな波及効果をもたらします。通貨高によるデイスインフレ効果を懸念する欧州の他の中央銀行も追随せざるを得ないでしょう。公的債務の金利負担がなくなることによって得られる追加的な財政政策余地により、効果の有無にかかわらず中央銀行に緩和を求める政治的圧力はより強くなるでしょう。

FRBはイールドカーブのコントロールを取り戻すために より積極的に利下げを行う必要がある

2018年12月の利上げから2019年7月の利下げへのFRBの劇的な政策転換は、金融政策正常化への窓口が閉ざされたことを示しました。米10年国債利回りは低下し、イールドカーブは完全にフラット化しました。ECBによる量的緩和（QE）の決定は利回りをさらに低下させ、逆イールドカーブを生み出し、現在、景気後退を予測する向きもあります。

私達は、現在、金融政策サイクルがマクロ経済サイクルに対して優位に立っており、経済のファンダメンタルズがどのような状況を示そうとも、2020年には世界中でより多くの中央銀行による金融緩和が行われるものと予想しています。もし債券利回りが反転上昇しなかったり、あるいは、マクロ経済サイクルが伝統的な影響力を再び確立しない場合、FRBはイールドカーブのコントロールを取り戻すためにさらに深く利下げしなければなりません。

日本銀行は、「イールドカーブ・コントロール」が金融政策手段における次の手段であることを示しています。日本銀行は金融緩和の流れに逆らう形で、積極的な資産買入れプログラムを減らすことにより、ある程度の国債のイールドカーブのスティープさを維持し、銀行が民間部門に貸し出すインセンティブを作り出そうとしています。もし、日本銀行が成功すれば、より多くの中央銀行が緩和からの脱出の道筋を示し、金融政策サイクルの優位性を終息させられるかもしれません。一方、リスクは通貨市場にあります。ECBとFRBが緩和するにつれて円がユーロとドルに対して上昇すると、日本銀行は輸出業者への悪影響を防ぐために、より積極的な金融緩和政策に戻らざるを得ないでしょう。

財政政策は期待し難く、おそらく逆効果

財政政策は引き続き副次的なものになるでしょう。2018年の米国の減税により、景気サイクル後期における財政緩和は将来の納税者資金の有効的な活用方法ではないことを証明したはずで、本質的に完全雇用の環境下でのインフラストラクチャー・プログラムが、安定した労働市場を阻害するだけであることは、大半の人にとって明らかです。失業率が極めて低いにもかかわらず、より速い賃金の伸びが見られないことは、現在の景気サイクルの特色であり、金融政策サイクルの支配を後押しするインフレターゲット未到達の主な原因となっています。その均衡を覆すことは、中央銀行が市場に対し、極めて協力的な政策を押し進めることを放棄し、また、中央銀行が避けようと奮闘してきた景気後退をもたらす口火を切ることになるかもしれません。

金融政策サイクルの支配がもたらす より強い経済成長とより低い金利予測

私達の金融政策分析は、なぜ金融政策サイクルが優勢なのかを浮き彫りにしています。構造的には、全般的に健全なファンダメンタルズにもかかわらず低いインフレ率が、中央銀行に対して積極的な緩和策の導入を迫っています。この状況がしばらく続いているですが、ECBによる量的緩和再開の決定によって、市場の主要な原動力としての、マクロ経済サイクルに対する金融政策の優位性が一層高まると見ています。だからこそ、米国の更なる利下げと債券利回りへの低下圧力の高まりを予想しつつ、コンセンサスを上回る世界経済成長を予測することが可能なのです。

私達全員が選挙アナリストになるべき

最後に、政治サイクルがあります。通常はリスク分析の一部として捉えられますが、今後数年間は特に注意する必要があると考えています。金融政策サイクルが支配する世界における最大のリスクは、政策の優先順位の突然の変更です。それが起こる最速の方法は、予想外の選挙結果であり、投資家は資産の質と価格の再評価を強いられます。それが、前回の景気後退を大きなものにしました。すなわち、不動産担保証券の質と価格の突然の再評価が、金融市場の機能不全を招いたのです。それが、私達の見通しに対する主なリスクを把握する時に求めていることです。2020年における最大のイベントは、米国の選挙です。以前は、（いずれかの政党の下で）ビジネスに優しい米国の経済政策が金融市場に安定化効果をもたらしていた時代でした。現共和党政権は法人税減税を実施しましたが、より敵対的な貿易政策を採択したため、市場効果はほとんど見られませんでした。同時に、私達の時代における最も喫緊の経済課題の一つは所得格差の拡大であり、世界中でポピュリスト政権の台頭に拍車がかかっています。したがって、米国の政権交代は政策の優先順位に大きな変化をもたらす可能性があります。

注目すべきなのは米国の選挙だけではなく、欧州も今後数年間に亘ってさらに注目すべきです。英国では、EU離脱問題は依然として解決されないまま、新たな選挙にさらに不透明な先行きが浮き彫りになりました。今後数年間の他の欧州諸国の選挙は、米国と同様に経済的優先順位の衝突をもたらす可能性があります。スペインとイタリアは、反EUのポピュリスト政党が両国の政権交代に挑む状態が恒常化しているように見えます。EUのアンカーであるドイツは、2021年に選挙を迎えます。長らく続いてきたアンジェラ・メルケル首相の退任決定に続く次の結果は極めて不透明です。また、フランスでは、現在の経済状況が改善しない場合、2022年に反EU勢力が政権を奪取する可能性があります。これらの選挙はすべて、EUとユーロを脅かす可能性があり、その中のごくいくつかの選挙が間違った方向に向かうと、悲劇的な結果に繋がる可能性があります。

下方リスクが市場を押し上げ、上方リスクが 景気後退を引き起こす逆説的な世界

リスク分析は選挙動向によって支配されていますが、それに限定されるものではありません。米中貿易摩擦はピークに達したとみられ、両国とも輸出の減少に悩まされています。それは貿易政策が深刻な成長リスクではなくなることを意味するわけではありません。実際、航空機への補助金をめぐる米欧間の交渉の行き詰まりが、当初からの改善を全て相殺するほどの新たな問題を引き起こすのではないかと引き続き懸念しています。しかしながら、世界経済の成長に対するいかなる下方リスクも、中央銀行による一層の緩和をもたらし、それは金融政策サイクルの優位性を高めることになるでしょう。伝統的なリスク分析は、金融政策サイクルが主導している場合にはあまり重要ではありません。顕在化するいかなる下方リスクも、より多くの中央銀行の緩和を意味するにすぎません。逆に、成長に対するいかなる上方リスクも、市場に優しい金融政策を減少させ、急激な市場の下落を通じて次の景気後退の前進を早める逆説的な可能性があります。

延長された景気サイクル後期における三つのサイクルの衝突

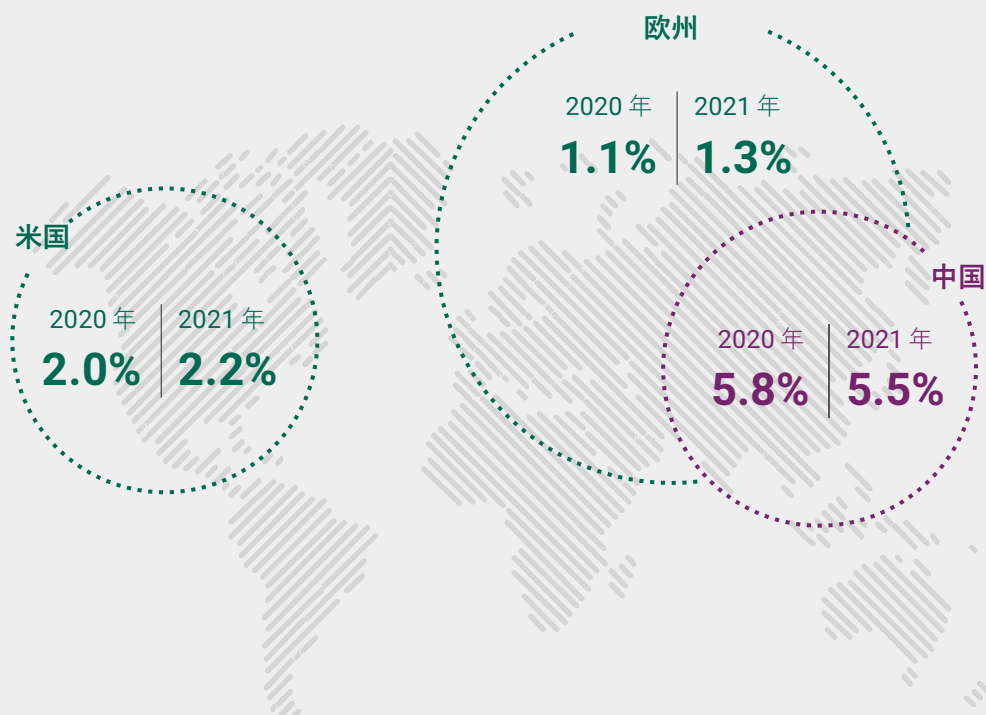
労働市場が逼迫し、低インフレ率を伴う延長された景気サイクル後期においては、経済成長率はより長期的な労働力と生産性の伸びによって既定される潜在成長率に収束するはずですが、しかしながら、主として人口増加率の鈍化あるいは人口減少の結果としての構造的な低インフレ率は、中央銀行に大幅な緩和バイアスの維持を強い、市場支配力としての金融政策の重要性を高めています。一方でECBの量的金融緩和再開決定は、世界の債券利回りの低下圧力を増幅させ、他の中央銀行に追従を強いています。精彩を欠く成長が続く環境ですが、金融政策によって引き起こされた債券利回りの更なる低下により、金融市場はトレンドを上回るパフォーマンスをあげることができると考えています。

グローバル経済成長見通し

■ 経済成長加速見通し

■ 経済成長横ばいの見通し

■ 経済成長減速見通し



グローバルGDP成長率: 2020 年: 3.2% | 2021 年: 3.4%

先進国市場GDP 成長率: 2020 年: 1.5% | 2021 年: 1.8%

発展途上国市場GDP成長率: 2020 年: 4.6% | 2021 年: 4.5%

出所: IMF、Thomson Reuters Datastream、Bloomberg、PineBridge Investments。2019年11月6日現在。

3度目の正直

2020年

アウトルック マルチアセット

- 今回の景気サイクルの中で3回目となる調整期間が終わり、グローバルPMI（購買担当者景気指数）が反転すれば、過去の2回の小幅な調整期間のように、GDPよりもキャッシュフローによる回復が大きくなる可能性があります。
- 完全な決着ではなく、敵対的な貿易摩擦を停止させるだけでも、企業の信頼感と企業投資意欲の低下を食い止めるのには十分です。
- 現在の状況下で過剰流動性を強めることは前例のないことであり、緩やかなキャッシュフローの回復が、重要な市場の動きにつながるかもしれません。
- 2020年を通して、2019年の流れであった安全資産への逃避からの巻き戻しが段階的に進み、景気敏感株や、欧州と日本の小型株に加え、エマージング諸国の現地通貨建て債券を押し上げると見えています。悲観主義が蔓延する中、ポートフォリオに恩恵を与えることになりそうです。

2019年末に差し掛かり、現在の景気サイクルの第3回目の小幅な調整期間が底を打ち、景気後退懸念を払拭しました。金融危機後の悲観論は、通常、不況へのきっかけとなる不均衡を経済にもたらします。3回目の調整におけるこの予兆は、資産クラス全体よりも各資産クラスの中でより顕著となっていました。過剰流動性の強化によって市場が拡大した場合、2019年の極端な安全資産への逃避からの巻き戻しが、2020年を通して続く可能性があると考えています。

堅調な労働市場を背景とした足元のPMIの下落は、2020年の世界経済成長が緩やかながらも持続可能な再加速に向かうと確信していることの前兆です。中国が再びレバレッジを効かせようとする動きは、今回はマイルドであり、グローバル経済を牽引する力にはならないと見えています。むしろ、中国の事業環境の改善と緩和的な中央銀行の金融政策は、2020年の経済成長に向けた追い風となると考えられます。

とりわけ信頼性が低いと言われる在庫データは改訂され、2019年に在庫の解消が明らかになり、従って、企業が想定している在庫の積み増しの動きが2020年にも起こると考えられます。全体として見れば、キャッシュフローを動かす大きな力であり、それらは市場のノイズではなく、シグナルとなります。

市場からのメッセージ

とは言うものの、成長が全てではありません。私達は、市場において、いつ何時でもキャッシュフローがどのように資本として蓄積されるかについて考えています。2020年の市場は、資本コストが低減するため、キャッシュフローは緩やかな改善を上回ると見えています。中央銀行は、この一連の流れにおいて主導的な役割を果たすと見ており、景気減速懸念の後退は市場へのサポート要因となるでしょう。何年もかかるかもしれないインフレ目標への具体的な進展が見られるまで、注視を継続するスタンスを示しているFRB（連邦準備制度理事会）ですが、バランスシートが再び名目GDPを超える水準にまで拡大するかのように見えます。

著者



Michael J. Kelly, CFA
マルチアセット・グローバル・ヘッド

これは、ECB（欧州中央銀行）や、BOJ（日本銀行）も同様です。過剰状態は、さらに緩やかな金融市場の期待リターンにつながるでしょう。2018年に金融危機後の金融政策正常化の取り組みが試されましたが、2019年初頭にはまた元に戻ることであります。私達は、中央銀行がフルスロットルの金融緩和状況のまま2020年に突入します。この奇妙な量的緩和（QE）の新しい世界でFRB、ECB、BOJはすべて同時にバランスシートを更に拡大するように見えます。また、これら先進国の動きを背景に、エマージング諸国の中央銀行も、利下げに動くだろうと見ています。

金融危機の際は、これらの政策は適切であると思えたものの、中央銀行の政策は異常すぎないかと指摘する最近の評論家たちには同意します。しかし、この狂気状況には理由があり、その狂気がインフレにつながるまで（これから数年間での可能性は非常に低いですが）キャッシュフローの改善が、どのように資本として積み上がるかについて、良好な結果をもたらすと期待しています。

過剰であることの方

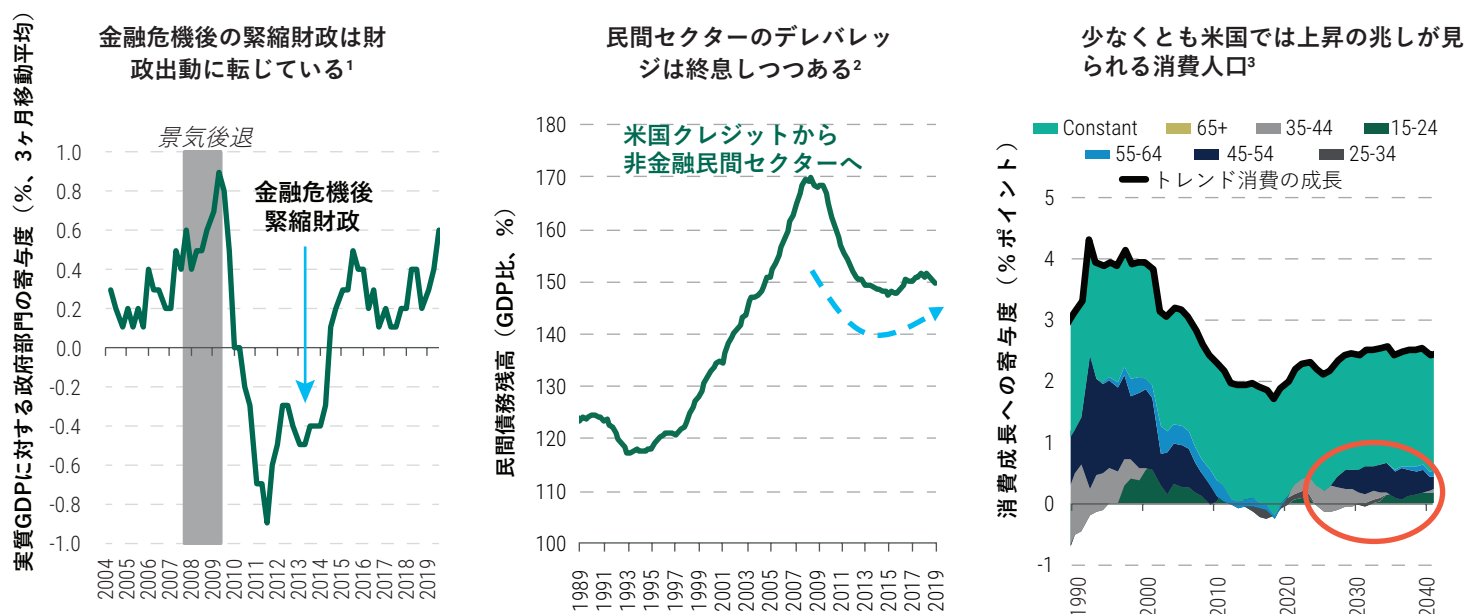
私達の見解では、中央銀行のバランスシート再拡大も、ノイズではなくシグナルを出していると考えています。時間の経過とともに、市場がどのようにこのシグナルによって効果的に動いてきたのか注目すべきです。政治家による情報操作が起こったり、不透明感を引き起こす誤った情報が流れたり、また、大量のデータが行き交う不確実性の時代においても、市場は依然としてキャッシュフローの成長とその資本の使われ方に焦点を当てています。これまでで最長となる株式ブル・マーケットが、あらゆる不確実性の中で、どのように持続してきたかを考えてみましょう。多くの不確実性指数が過去最高値をつけていますが、同時に株価指数も過去最高値を更新しています。ノイズ対シグナルで読み解くことができる市場に反する行動をとることはお勧めしません。

今後の課題

今後、在庫が減少し、投資支出が下げ止まった後に期待される製造業の好転は、再びキャッシュフローを緩やかに加速させるでしょう。今回期待される中国の回復は、債務拡大によるものではないためより緩やかで持続可能な回復となることから、より市場での恩恵を受けやすいと見ています。資金は、より資本集約型の国有企業（SOE）から、より効率的に資金を利用する中国の民間部門へと移りつつあります。

同時に、中国で長期に亘る金融危機後の低成長の影響は弱まりつつあります。財政支出が追い風に変わった時、民間セクターのデレバレッジ（過剰債務の削減）は“再レバレッジ”に移行し、米国の労働人口と消費支出を牽引する世代の人口は上向きに変化しています。これらの力は、世界の2大経済圏における強力なシグナルとなっています。

改善がみられる金融危機後の低迷



¹ 出所: Bloomberg、PineBridge Investments。2019年9月30日現在。

² 出所: BIS。2019年3月31日現在。

³ 出所: Census Bureau、Morgan Stanley、Macrobond、PineBridge Investments。2019年4月30日現在。

意見、予測、予想および将来の見通しは、その性質上、投機的なものであり、本資料の日付においてのみ有効であり、変更されることがあります。上記は図示することのみを目的としています。上記の内容に関するいかなる投資行動も推奨、勧誘するものではありません。

残念ながら、これらの改善は、2019年の貿易問題を巡る不透明感により相殺され、また、他の地域での投資支出の減少を引き起こしました。2020年には、貿易問題は安定し、解決へと近づく兆しが見えています。但し、サプライチェーンの再構築や、ビジネスモデルの再考といった問題が残っています。貿易問題が解決へと近づくだけでは全ての企業にとって前向きとなるわけではないものの、一部の企業は前進し、他の企業にとって、少なくとも投資の低迷は改善するはずです。このことは、長い景気低迷の後には特に重要性が高く、経済的な不満を引き起こしやすく、ポピュリズムの台頭、そして独裁的な指導者たちの増加につながります。

タダより高いものはない

ポピュリズムが市場に影響を与える方法の1つが、「大衆のための量的緩和」あるいは「現代貨幣理論（MMT）」の継続的な導入です。中央銀行が資金を供給する「無償」の政府サービスは、中期的には市場に対して強気材料となる可能性があります。負の財政状態が改善されないまま、過剰なまでに急速に需要が増加するでしょう。しかしながら、長期的な予測としては、最終的にインフレ率が上昇し、コントロール不能となる可能性があることから、かなり弱気な見通しとなります。「タダ」なものは、提供しやすいつ分、取り戻すことが難しいということです。

また、ポピュリズムは、方向性もなく、未知の世界へさまようこともあります。例えば、チリもそうですが、香港の暴動が、組織化されたグループや戦略を持たないままどのように先導されているのかについて考えてみましょう。英国のEU離脱問題や欧州への影響は未だ解決しておらず、また、米国の政治はこれまで以上に分断され、社会主義的な方向への可能性さえも見えています。今日に至るまで、こうしたポピュリズム的な動きは需要を押し下げ、中央銀行の資金供給が更に過剰な状態となることを促しています。

私達は、現に知られた要因にのみ着目しています。これらには、流動性がさらに膨らんだことや、中国がデレバレッジから再レバレッジに転換し、民間セクターの底上げを目指し100を超える政策を導入したこと、貿易問題が解決へと近づく兆しが見え始めたこと、在庫が減少し、グローバルPMIが底打ちしたこと、さらには、製造業が堅調な労働市場や消費市場に牽引され回復の兆しを見せていることなどが含まれています。

これらの進展によって有利に働く資産クラスはどれでしょう？それが、今回の大きな巻き戻しを支えるエリアです。これは2019年に生じた、減速する経済環境下で流動性が安全資産へ向かったことに対する巻き戻しであるといえます。そのおかげで、流動性が高い米ドル市場は、その他ほぼ全ての通貨を上回るパフォーマンスを上げ、また、米国の大型成長株も、その他ほぼ全てのグローバル株式を上回り、米国債は他の国債を大きく上回るリスク調整後のパフォーマンスをあげました。2020年には、世界同時に流動性が拡大する中、安全資産への逃避からの巻き戻しが、より緩やかな期待リターンにつながると考えられ、リスク資産に有利になると見えています。

このような環境下で当社が重視していること

2019年には、イールドカーブだけが景気後退のシグナルを示しました。一方、投資適格社債のスプレッドは銀行の貸出意欲も高く同様に持ちこたえています。私達は、これらの景気後退指標についてはいずれも正確であり、どれも単純なものではないと考えています。但し、過去それぞれのサイクルの動きは異なっており、2つの指標の動きが同時に重なることはありません。今回は、イールドカーブが違っていたように見えます。米国10年債利回りはすでに40bp近く上昇し、「景気後退なし」を示す中、グローバルPMIは底打ちし、持続的な「成長」の可能性があると考えています。

貿易摩擦が休止状態となっていること、およびキャッシュフローが上昇傾向となっていることを考慮すると、リスク回避で流れ込み過ぎた安全資産からの反動の範囲内の動きとして、米国10年債利回りは1.75%から2.25%のレンジとなると見えます。また、もし貿易問題が完全に解決されたとすると、2020年を通して2.0%から2.5%に上昇することも考えられます。

2019年は、年後半にかけてより質の高い債券が選好されました。スプレッドが意味のある水準に落ち着くことはないものの、2020年の更なる上昇余地は限定的と見えています。他の資産クラスとの差別化は遅れて始まりましたが、それほど進みませんでした。私達は、リスク・バジェットを他の資産クラスに振り向けるべきだと考えていますが、デュレーションの短い質の高いクレジットは、依然として債券の中で最も魅力ある資産の1つとなっています。

通貨では、「景気減速はするものの景気後退は起こりそうにない」という背景から流動性への逃避（米ドル）と安全資産への逃避（スイスフランと円）が、2020年には反転する見通しです。これの意味するところは、米国イールドカーブの正常化（スティープ化）です。

先進国市場の実質利回りはマイナスですが、エマージング諸国の債券には魅力的な利回りが残っています。世界の主要な中央銀行が、過剰流動性を生み出しています。米国のイールドカーブが正常化し、世界の製造業の回復がより明確になるにつれて、米ドル安がようやく安定する見通しです。エマージング諸国の現地通貨建て社債は、「実質」利回りへの需要の恩恵を受けるとされ、2020年には堅調なリターンをもたらすと見えています。特にチリ、インドネシア、ウクライナ、ブラジルを選好します。

株式市場の中では、景気減速と景気後退懸念が広がるにつれて、より景気後退に対する耐性の強い米国の大型成長株式が上昇し、他のほぼすべてのグローバル株式との格差が広がりました。足もとでは、FANGやヘルスケア関連銘柄は政治リスクの高まりに直面しています。私達は、米国の大型景気敏感株、割安株、そして米国以外の株式においては、KOSPI（韓国総合株価指数）、インド、ブラジル、および日本と欧州の小型株を選好します。さらに、生産性を向上させる最高水準の技術を提供する企業は、厳しい労働市場の中で管理、運営し、自社のビジネスを低迷させることなく努めているため、所在国を問わず魅力的だと考えています。

同調的なリターンから ばらつきへ

2020年
アウトルック 債券

- 高リスクの債券のみならず、安全資産である国債も好調だった2019年のような状況が繰り返される可能性は低いと思われます。
- 2020年には、リスク選好の二極化が続くと予想されます。多くの投資家は、景気サイクル後半に見られるクレジット・クオリティの悪化が懸念されることを主因に、資産の中で最も高いリスク・セグメントを避ける傾向にあります。
- 2020年の成長率は低下し、債券のリターンは低下すると予測していますが、景気後退は予想していません。

世界経済がより低い成長軌道に落ち着くにつれ、中央銀行は金融政策正常化に向けた取り組みが短期的、かつほとんど失敗に終わったことを受けて、次の景気刺激策に再び取り組んでいます。2019年の金融緩和政策への回帰は、資産クラス間における同調的なプラス・リターンという異例の結果をもたらしました。先進国市場で景気後退懸念が表面化するにつれて、安全資産とされる国債利回りは急低下しましたが、利回りの追求が続いたことや、中央銀行による予防的措置が景気後退を防ぐとの期待から、クレジット資産も堅調に推移しました。

最近の変化として、リスクに対する選好がますます二極化しています。最もリスクの高いセグメントや、収益が予想を下回った企業を回避する動きが強まっており、資産クラス内でもばらつきが見られます。長く続く貿易摩擦から生じる不確実性により、全体的にクレジットのファンダメンタルズは低下し、産業セクターは減速、低迷している投資支出はさらに抑制されています。個人消費と良好な雇用環境は、こうしたマイナス要因に対抗し、景気後退リスクを軽減するはずですが、こうしたマイナスイメージに待ち受けているのは、低い利回りとはるかに低いリターンに見合った世界的な低成長の環境ですが、銘柄選択によるアルファの機会は増えています。

注目すべき6つのトレンド

2020年の債券の投資環境は、以下のようなトレンドによって形成されると考えています。

1. **中央銀行による金融緩和**：先進国の中央銀行は2019年に方針を転換し、追加的な景気刺激策に取り組みました。欧州中央銀行（ECB）は利下げと共に資産購入プログラムを再導入し、米連邦準備制度理事会（FRB）は25bpsの利下げを3回行うという「景気循環の半ば」の調整を実施しました。日本銀行（BOJ）は、マイナス金利の副作用を認識しつつも、金融政策運営にあたり、さまざまな手段を積極的に活用する方針を維持するようと思われます。また、欧州中央銀行は、金融政策が実効下限に直面しており、選択肢も限られています。

著者

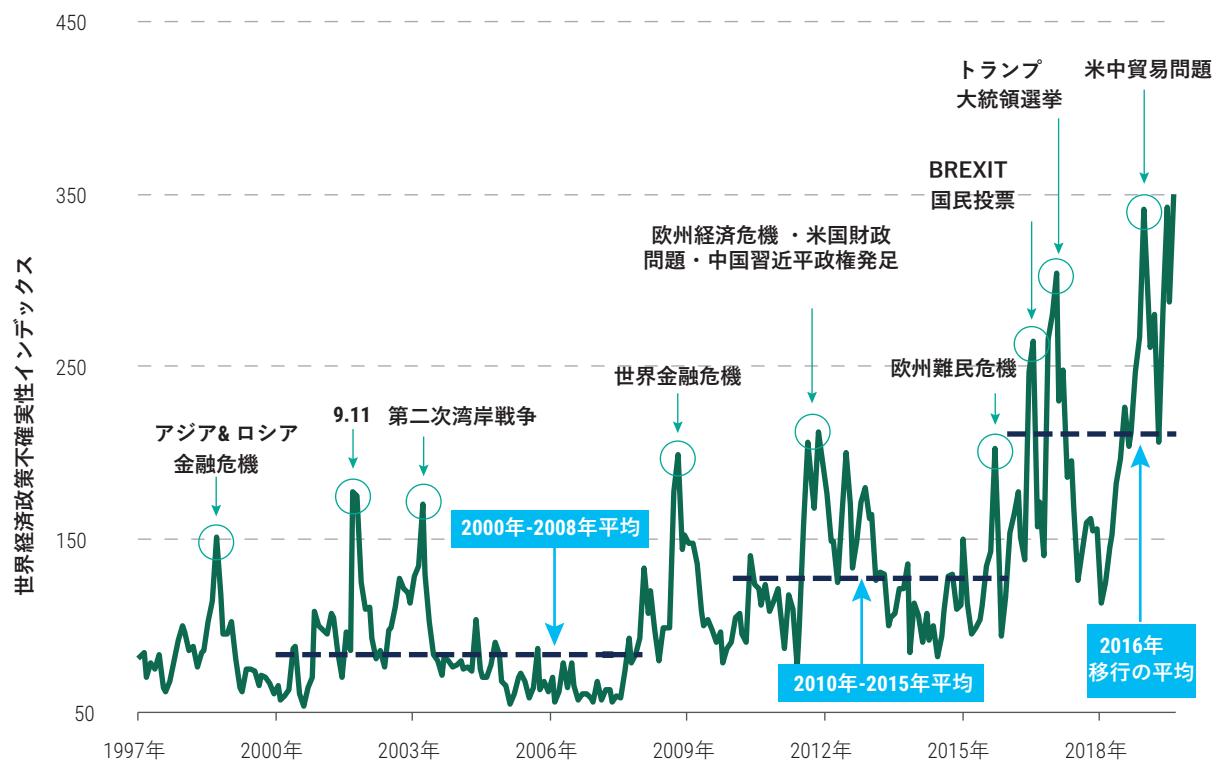


Steven Oh, CFA
クレジット債券部門グローバル・ヘッド

経済の弱さやインフレ欠如に関する懸念があるにもかかわらず、通貨水準が安定して政治リスクが抑制されている限り、中央銀行は追加利下げを控えることを好むように思われます。FRBは3回の利下げ後、現在の水準を維持するための強いバイアスを伴いながら、2020年の利下げまたは利上げの基準をより高い水準に設定しているようです。これにより、2020年の先進国市場の国債利回りはレンジ内で推移するものの、テールリスク（主に政治・金融政策関連）はダウンサイド方向に傾いています。米国では、ファンダメンタルズ面でのフェア・バリューがやや高めの金利を示唆しているにもかかわらず、テール・シナリオは、利回り上昇よりも低下の可能性が高いと予想されています。

- 2. 継続的な政治リスク：** 世界経済にとって最も大きな逆風となったのは、貿易を巡る緊張の高まりと、無数にある国・地域固有の政治リスクです。米中貿易とBREXITに関する最悪のシナリオは、当面の間はともに落ち着いているように見えますが、2020年は政治リスクが残り、投資家心理を急速に変化させる可能性があります。この不確実性のため、設備投資は抑制されるでしょう。英国では、現在進行中のBREXIT問題が、2020年初頭に何らかの合意を得てようやく終わるかもしれませんが、政治的混乱を伴うことなく終わることはないでしょう。もちろん、2020年の米国大統領選挙の結果次第では、政策が大きく変わる可能性があります。先進国においては所得格差に起因する不満の高まりにより、より多くのポピュリズム政権やナショナリズムを招き、世界貿易を妨げる保護主義的政策を助長します。どちらの当事者が勝利するかに関わらず、残念ながらこの流れは継続する可能性が高そうです。

ニュー・ノーマル：マクロ経済と市場の高ボラティリティは持続する見込み 世界経済政策不確実性インデックスは2016年以降大幅に上昇



出所：Macrobond、PineBridge Investments 2019年9月5日現在。上記は図示する目的のみです。本資料によりいかなる投資行動も推奨、勧誘するものではありません。意見、予測、予想および将来の見通しは、その性質上、投機的なものであり、本資料の日付においてのみ有効であり、変更されることがあります。

- 3. エマージング市場のファンダメンタルズはより良好に：** 先進国市場全体の成長と収益の鈍化とは対照的に、多くの新興国経済はファンダメンタルズの改善が見られます。アルゼンチンのようにいくつかの新興国においては、様々な報道が飛び交いますが、これらは自己完結的で大規模なリスクを最小限にとどめる固有のものです。

さらに、多くの新興国において経済は改善し、インフレ率は低下し、通貨が安定していることから、中央銀行による利下げの可能性もあり、債券投資には良好な環境をもたらします。

4. 相関の低下と銘柄選択の機会：過去数年間、市場は短期的なリスクセンチメントに大きく連動してきました。2019年後半には、クレジット資産内の相関が大幅に低下しています。この相関の低下と市場の二極化は、（ある程度過大評価されているものの）適正な市場の中で割安銘柄を正確に識別できるクレジット・ピッカーにとって、より大きな銘柄選択の機会と将来のアルファリターンの可能性をもたらします。

5. 不人気のセグメントに潜在的な価値：投資家のリスク回避行動により大きく売られて割安となった銘柄に投資機会を追求する逆張りの哲学は、アルファリターンの可能性だけでなくリスクも生み出します。このバリュエーションギャップがファンダメンタルズによるものではなく、テクニカルな結果である場合、リスク調整後リターンはより魅力的なものとなります。金利低下に伴い、2019年に変動金利クレジットへの需要が回避されたため、特に有担保ローン市場の一部やCLOのメザニントランシェ等に魅力的な機会をもたらしました。

6. 選択的にリスクを追加：2019年の見通しとして、特に資産クラス内で最もリスクの高いセグメントにおいて、選択的にリスクを排除したポートフォリオを推奨しました。しかしながら、2020年を迎えるにあたり、「より質の高い」クレジットに対する需要と「よりリスクの高い」セグメントの回避傾向が強まる中、相対価値の観点からは、慎重ながらもポートフォリオに選択的にリスクを追加する方向に傾いています。先進国市場の投資適格債では、急増する高リスクBBB格の大量格下げの可能性に関する懸念が、相対的に魅力的なバリュエーションをもたらしています。しかし、これは、好ましくないコンベクシティで極端にタイトな水準で取引されているBB格のハイ・イールド債券に関連した、ディフェンシブ・アロケーションとみなすこともできます。

最大の機会はどこに

レバレッジド・ファイナンス全般に亘って、B格フラット近辺に最良の銘柄選択のチャンスがあると見ており、最もリスクの高いCCC格を引き続きアンダー・ウェイトしています。当社は無担保債券よりも有担保ローンを選択し続けていますが、リスク特性は近年の両資産クラスの質の変化を反映するように調整する必要があります。また、景気敏感セクターのクレジットはアンダーパフォームしているため、2020年には選択的にエクスポージャーを増やす機会があります。

先進国市場とは対照的に、エマージング市場では、投資適格債ではなく、多くのハイ・イールド債において、より良いリスク調整後リターンを見込んでいます。この変化は、投資適格エクスポージャーに重点を置くくと私達が提唱した2019年とは対照的です。

2020年のアウトlookにおける要点

債券市場全体の資産リターンがほぼ理想的な年（年末にかけてショックが無いと仮定した場合）となった2019年の後、2020年の市場リターンはかなり低くなるでしょう。しかしながら、私達の基本シナリオは、低成長、低インフレ、リセッションは起こらないという経済見通しがクレジット関連資産を支えるとみています。私達の予測では、グローバル企業のデフォルト率が過去平均を下回る低水準で続くことを前提としていますがこれらは2019年の水準からより長期的なトレンドに近い水準に上昇すると思われます。銘柄間の相関がかなり低く市場リターンが低下する環境下では、銘柄選択のアルファはポートフォリオのパフォーマンスにより大きな影響を与えると考えています。

銘柄選択によるノイズの削減

2020年

アウトLOOK 株式

- 現在の景気循環の長期化は、製造業セクターと消費セクターにおける多くのミニサイクルを不透明なものにします-これらのミニサイクルを早期に特定することが、将来的に大きなアルファをもたらすこととなります。
- デジタル化やデータ収集、分析の活用など次世代経営を進んで取り入れる企業は、自らを変化させ、売上高、利益率、収益性が向上し、市場でそれらを見極めることができる投資家にはプラスの結果をもたらす可能性があります。
- 中国は自国の経済管理において十分に成長を遂げ、国の規模、都市化の発展、一人当たりの資産の着実な増加を踏まえると、世界中の株式投資家にとって主要なテーマとなっています。

筆者



Anik Sen
 株式部門グローバル・ヘッド

2019年が終わりに近づく中で、米中貿易交渉第一段階としての関税引き上げ合戦に終息の可能性が出てきたことから、金融市場に新たな楽観ムードが広がり、S&P500指数は最高値を更新しました。もちろん、細部においては芳しくない貿易交渉も起きるでしょうし、二度のぬか喜びを経験した後では、敏感株と安定成長株の間の株式ポートフォリオのローテーションはスタイル・ニュートラルとなります。

この楽観に加えて、資本財の新規受注が増加しており、米国製造業購買担当者指数が下落し、急激な縮小が懸念された10月に米国の製造業部門が底打ちした可能性を示していると言えます。第3四半期の企業利益が市場予想を下回った後も、機械その他の製造セクターが上昇しており、市場はこの前向きな進展を予想していました。

米国の消費の伸びは引き続き堅調であり、製造業部門の景気後退は一般的には消費者部門の不況に追随するものであり、その逆はないという歴史的事実を踏まえると、製造業の不況に伴う消費の景気後退に対する懸念は弱まっているように思われます。楽観的な株式市場センチメントを更に後押しするように、FRBは10月に、表面上は保険的な理由としつつも株式市場に好意的なスタンスで今年実施された3回連続の利下げについて、緩やかな景気拡大を見込んでいることを受け、米国の金融政策が「切りの良い状況にある」との見方を示しました。

株式市場に明るい見通しがあるにもかかわらず、投資家と企業の経営陣は2020年の見通しについて依然として弱気です。9月に行われたデューク大学の調査によると米国の最高財務責任者（CFO）の半数以上が、米国は2020年第3四半期までに、3分の2が来年末までに景気後退に陥ると考えており、同月に行われたバロンの調査では、投資家の3分の2は景気の低迷または後退を懸念していることがわかりました。

「相場は悲観の中に生まれ」というウォール街の格言が引き続き使われているものであるならば、この否定的な兆候は望ましいことかもしれません。

新しい視点で見る景気循環

金融危機の余波によって、主要中央銀行による大規模な金融緩和など、いくつかの新しいパラダイムが導入され、その結果、多くのマイナス金利債券を生み出しました。現在の景気拡大局面は、1945年以来最長というだけでなく、1980年代初頭の石油危機後の回復を除けば最も浅いものです。私達の見解では、現在の景気サイクルの長さや景気循環の平均的な長さを比較することは、根本的な点を見逃すこととなります。多くの場合、製造業、消費セクターにおける多くの「ミニサイクル」が、個々のセクターと企業の業績を左右する重要な要因となります。現在の製造業部門の景気後退は1992年以来7回目以上で、景気循環全体の浅さを考えると、これらの小さな変動は今や特に重要となります。エレクトロニクス業界では、従来からミニサイクルを経験しており、過剰在庫の合理化に長い時間をかけた後、2020年に5Gが本格開始となり、中国での自動車販売の安定化、またはさらに高速な計算速度を必要とする人工知能や拡張現実などの新しいデジタル・アプリケーションが数多く登場することにより、正に好転するところにあります。このような業界のミニサイクルに先んじることが2020年における重要な投資テーマであり、これらの期間を早期に特定することでポートフォリオにおけるアルファ創出の可能性をもたらします。

中国の成熟による世界的なチャンス

金融市場の中国に対する見通しが、その経済規模にもかかわらず、軽い扱いを受けていることは少し異様とも思われます。中国は米国に次ぐ世界第2位の株式市場を有しています。しかしながら、アセット・マネジメントが一般的に使用するベンチマークにおいて、データ・ベンダーが中国にわずかなウェイトしか割り当てていないことが主な原因です。ブルームバーグによると、今日の中国は、GDPが10年前の5兆米ドルから14兆米ドルに増加し、世界の金融市場の大きな牽引役となっています。中国の景気減速のわずかな兆候は、すべての市場に波及しますが、そのマクロ・リンケージから、特にグローバルな銀行セクターと製造セクターで顕著です。世界市場では、前回2014-15年の景気減速以降、中国の景気低迷が依然として懸念されていますが、中国向け工作機械や自動化機器の輸出をはじめとする指標は、2018年に始まった景気減速からの回復を示唆しています。現在、サービス部門が中国のGDPの半分以上を占めるように、財政・金融政策に対する中国のアプローチも先進国と同様の特徴を示しています。2014年の景気減速は、オールド・エコノミー・セクターにおいて生み出された過剰生産能力によって引き起こされたものですが、現在の景気減速は、経済成長と雇用創出が起きているサービス・消費者向けの民間セクターにおいて、意図せざる流動性の逼迫を引き起こしたシャドー・バンキング部門の改革が主な原因となっています。中国は、信用創造によって景気減速を解決する過去のパターンに替えて、現在では、2008年の金融危機後に米国が採用したものと同様に、財政・金融刺激の2つの策を使用しています。

これらの政策は、成長率そのものに焦点を合わせるのではなく、成長の持続可能性を最大の目標として、発表されるマクロ・データに合わせて調整されます。

グローバル株式にも影響を与える中国の大きな投資テーマは、都市化の進展と一人当たり資産の着実な増加です。モルガン・スタンレーによれば、今後10年以内に増加する中国の人口は米国全体の人口に匹敵するといわれています。世界の多くの高級品の売上の30~50%は既に中国人が占めており、この割合は増加することが予想されています。

中国の個人消費の増加を考えると、11月11日に開催された毎年恒例のアリババによる独身の日セールで前年比25.7%増の2,684億元（383億米ドル）を売上げたことは驚きではありません。ゴールドマン・サックス・リサーチによると、この売上高は、米国人がサンクス・ギビング後のブラック・フライデーとサイバー・マンデーに消費した金額（178億米ドル）の2倍に相当します。独身の日アクティブ・バイヤー1人当たりの支出は、昨年が前年比3%増であったのに対し、本年は2018年比で9%増となり、中国の景気回復が順調に進んでいるという当社の主張を裏付けるものとなります。

次世代経営とデジタル化の力

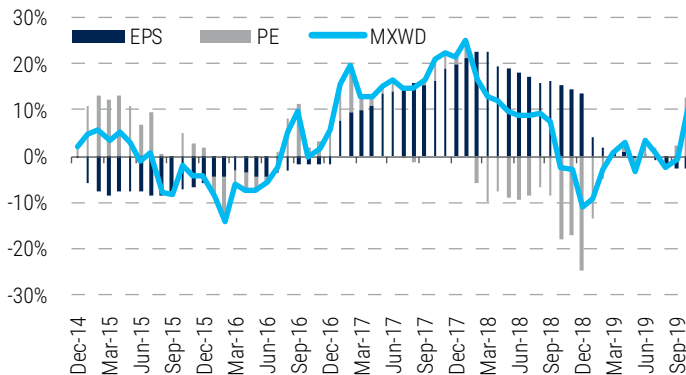
株式のもう一つの重要な投資テーマは、「次世代経営」と呼ばれるものです。これは企業が売上高、利益率、収益性の増加を推進するために、データ収集、分析を行うマイクロ・レベルのプロセスのことです。無駄を省き、サプライチェーンを最適化し、規模を拡大するために少数のボルト・オン買収を行い、必要に応じてバランスシートを修正するという、従来の経営手法とは異なり、次世代経営では良い企業、とても良い企業を非常に素晴らしい企業へと変貌させることができます。次世代経営に必要な努力は基本的には、デジタル化を受け入れるための知識、スキル、そして最も重要なのは、受け入れるカルチャーを持つことです。私達の見解では、次世代経営はどの業界にも見られ、価値を引き出す機会には企業や業界の成熟度とは無関係です。実際、よく知られたブランドを持つ成熟企業は、次世代経営が株主価値を高めるための最良の機会をいくつか提供していることがわかりました。金融危機から11年経った現在、営業利益率が過去の水準より高い株式市場において、変革プロセスの初期段階にある次世代経営銘柄を見つけることは、ポートフォリオのアルファの源泉として非常に魅力的です。

マイナスの債券利回りは、今や株式市場におけるリスクの種

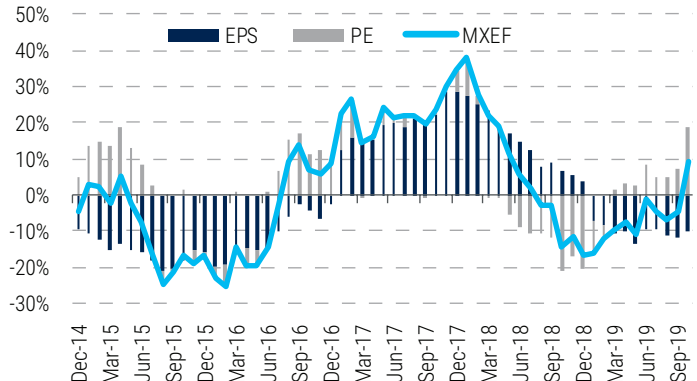
利益予想の低下にもかかわらず、2019年の株式市場は好調でした。1つの理由として、景気敏感製造セクターと素材セクターの株価で説明されるように、市場は利益見通しが下方修正されたにもかかわらず、バリュエーション・マルチプルを大幅に上昇させることによって、景気見通しの改善を見込んでいたのです。2018年第4四半期の「バリュエーション・マルチプル低下」エピソードに続き、利益予想の引き下げに直面した株式の「バリュエーション・マルチプル上昇」が2019年9月以降、明らかになっています。

株式の「デ・レーティング（バリュエーション・マルチプル低下）」と
「リ・レーティング（バリュエーション・マルチプル上昇）」

MSCI全世界株式指数（前年比％）



MSCI新興国株式指数（前年比％）



出所：2019年10月31日時点のPineBridge InvestmentsおよびBloombergのデータ。グラフは前年比の変化率を示しています。EPSは全て第2四半期のものです。上記は図示することのみを目的としています。本資料はいかなる投資行動も勧誘、推奨するものではありません。本資料に記載される意見、予測、予想または将来の見通しに関する記述はマネジャーの見解を表しており、本資料のプレゼンテーション日付時点でのみ有効であり、変更される可能性があります。

バリュエーション上昇の大きな要因は、2019年8月には最高17兆ドルに達した大量のマイナスイールド債券です。マイナスイールド解消時の脚本は存在しません。債券の満期保有戦略が一定の損失をもたらし、債券市場における巨大な一群がリスクを伴うようになったとすると、たとえバリュエーションが上昇しているように見えていても、プラスの配当利回りをもたらす株式は、リスク・スペクトラムの中でどのように評価されるべきでしょうか。米国や欧州に本拠地を置く多くの生活必需品セクター企業のように、収益成長が無く、安定した収益をあげている銘柄は、現在、極めて高いバリュエーションを持つボンド・プロキシ（債券代替）として取引されています。これらのバリュエーションは、債券の低利回りとマイナス利回りということで説明できますが、このグループの株式は、期待以上の世界的成長、あるいはグローバル債券の利回りの急激な上昇を引き起こす可能性があるインフレなど、マクロ環境のわずかな変化によっても、損失のリスクを抱えています。私達は、このカテゴリーにおいては経営陣主導の変化が見られ、妥当な評価を有する株式のみを保有し、残りは全て回避することでリスクを軽減しています。

インデックスのバリュエーションが割高な時は銘柄選択を重視

世界中でこれらの投資テーマを示す企業は沢山あります。私達のポートフォリオは、次世代経営を行う企業、ミニサイクルの恩恵を受ける高品質の事業、特に中国における富裕層の成長の影響を受ける株式、そしてデジタル化を重視する企業を所有しています。おそらく、今後数年間で変化をもたらす最大の原動力となるものがやってくるでしょう。

2008年以降、主要株式インデックスのバリュエーションが着実に上昇し、長期的な中央値よりも高い倍率で取引されている現在では、ポートフォリオ・リスク、企業のファンダメンタルズ、運用執行を念頭においた厳選されたアプローチによるアクティブ運用の必要性は、かつてないほど高まっています。

2020年の株式投資へのアプローチを活発にする重要なテーマ

次世代経営



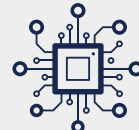
- ・「良い会社」から「素晴らしい」会社への変化
- ・目標達成手段としてのデータ、トランスフォーマーとしての才能とスキル
- ・株式価値を高めるサービス収入

ミニサイクル



- ・一般的な製造業は底を打つ
- ・つながる（スマート）製造業が効率性を推進

テクノロジー



- ・デジタル化のリーダー
- ・クラウド化への傾斜
- ・5Gを可能にする部品製造業

アジア圏の消費者



- ・中国だけで今後5~10年間のうちに生まれる300~400万人の中所得消費者

PineBridge Investments について

pinebridge.com



マルチアセット投資 | 債券投資 | 株式投資 | オルタナティブ投資

PineBridge Investmentsは高い確信度に基づくアクティブ運用に重点を置いたプライベートなグローバル資産運用会社です。私達は、最高のアイデアを特定するためにデザインされたオープンな協働文化を通じて、世界の各分野、市場、地域の専門家の総力を活用しています。私達の使命は、日々あらゆるレベルでお客様の期待を上回ることです。私達は世界中の洗練された投資家のためにグローバルなアセット・クラス、約969億ドル（2019年9月末時点）を運用しています。

本資料は情報提供のみを目的としたものであり、投資助言を目的としたものではありません。これはいかなる運用商品または証券の購入の勧誘または売却の提案ではありません。提供された意見は、投資決定のために使用されるべきではありません。意見、予測、予想および将来の見通しは、その性質上、投機的なものであり、本資料の日付においてのみ有効であり、変更されることがあります。PineBridge Investmentsは、本資料に基づいていかなる運用行動を勧誘または推奨するものではありません。

ディスクロージャー・ステートメント

PineBridge Investments は、世界各国で投資家に投資助言・投資運用サービス及び投資運用商品を提供している国際的な企業グループです。PineBridge Investments は PineBridge Investments IP Holding Company Limited が専用使用権を有する登録商標です。

読者層: 本資料は受取人のみを対象にしており、当社の許可なく再配布することを禁止します。その内容には守秘義務が課される場合があります。PineBridge Investments 及びその関係会社は本資料の一部もしくは全部が違法に第三者に配布された場合、その責任を負いません。

見解: 本資料に記載された見解は、事前の通知なく変更する場合があります。本資料により何らかの行動を勧誘、または推奨するものではありません。

リスクに関する警告: 全ての投資は損失の可能性のあるリスクを伴います。投資に際し提供された資料がある場合はその資料のリスク説明をよくお読みください。当社の投資運用業務は、価値が変動する様々な投資商品を対象にしています。投資リスクは運用する投資商品により異なります。例えば、ポートフォリオが、表示される通貨以外の通貨建ての投資商品を保有している場合、為替相場の変動は投資商品の価値を上下させ、その結果、ポートフォリオの価値を上下させることがあります。ボラティリティのより高いポートフォリオでは、投資商品の価値が不意に大きく下落することがありますので、実現損又は解約損が非常に大きくなることもあり、投資金額を全て失うこともあります。投資決定に際して、投資家は、関連する投資のメリット及びリスクについて、投資家自身で判断しなければなりません。

パフォーマンス・ノート: 過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。投資目的が達成されるという保証はありません。PineBridge Investmentsは、結果を比較する目的でベンチマークを使用することがよくあります。ベンチマーク

は説明目的でのみ使用されており、そのような参照は、投資やベンチマークの投資収益率と必ずしも相関関係があることを意味するものではありません。参照されるベンチマークは、投資のアクティブ運用に関連する手数料および費用を反映していません。PineBridge Investmentsは時折、戦略の有効性を示したり、市場・投資分析を通じてマーケットビューを伝えたりすることがあります。

このような方法は、予想される投資成果の範囲のみを示すことを意図しており、将来の業績の指針とはみなされるべきではありません。いかなる収益が達成されるか、投資家にとって戦略が成功するか利益を上げるか、あるいは業界の見解が成立するという保証はありません。実際の投資家は異なる結果を経験することがあります。

本資料の情報については記載がない限り未監査です。また第三者機関からの情報は信頼できるに足るものであるものの、その正確性または完全性について、PineBridge Investments が保証できるものではありません。

PineBridge Investments Europe Limited は金融行動監視機構(FCA)から認可を受けその規制下にあります。英国では、本資料はFCA ハンドブックにおいて定義されるProfessional Clients のみを対象にしており、PineBridge Investments Europe Limited の承認を受けています。Professional Clients以外の区分の方は担当までご連絡ください。

本資料はPineBridge Investments Ireland Limited により承認されています。同社は、アイルランド中央銀行により認可を受け、その規制下にあります。

香港において、本資料の発行者はバミューダで設立された有限責任会社であるPineBridge Investments Asia Limitedであり、証券・先物取引監察委員会(SFC)により認可を受けその規制下にあります。本資料はSFCによる審査はを受けておりません。

オーストラリアでは、PineBridge Investments LLCは、ホールセールクライアントに提供する金融サービスに関して2001年会社法の下でオーストラリアの金融サービスライセンスを保有する要件から免除され、個人投資家またはリテールクライアントに提供するライセンスはありません。本資料を受領したオーストラリアの法人はホールセールクライアントであること並びにオーストラリア国内又は国外のいかなる者にも配布しないことを表明するものとします。

ドバイでは、PineBridge Investments Europe Limitedがドバイ金融サービス局(Dubai Financial Services Authority)によって駐在員事務所として規制されています。

ドイツでは、PineBridge Investments Deutschland GmbH はドイツ連邦金融監督庁(BaFin)から認可を受けその規制下にあります。

スイスでは、PineBridge Investments Switzerland GmbH はスイス連邦金融市場監督機構(FINMA)から認可を受けその規制下にあります。

スイスでは、PineBridge Investments Switzerland GmbH はスイス連邦金融市場監督機構(FINMA)から認可を受けその規制下にあります。

PineBridge Investments Singapore Limitedは、シンガポール通貨監督庁(MAS)から認可を受けその規制下にあります。シンガポールでは、本資料は個人投資家に適切ではない可能性があります。また本資料はMASによる審査や承認を受けたものではありません。

パインブリッジ・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第307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

〒100-6813

東京都千代田区大手町一丁目3番1号 JAビル

TEL：03-5208-5800（代表）

www.pinebridge.co.jp

2019/07/22 改訂

重要な注意事項：年金基金・機関投資家向け運用戦略に関する留意点：

●運用戦略に係るリスクについて：弊社が提供する運用戦略は、主に国内外の株式、公社債、オルタナティブ等の値動きのある証券を投資対象としているため、お客様の運用資産の評価額は変動します。したがってお客様の運用資産に損失が生じ、お客様が投資した当初の元本を全額回収できない可能性があります。個別の運用戦略毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質も異なります。

※上記のリスクは、個別の契約内容等により異なります。

[ご投資いただく年金・機関投資家のお客さまには以下の費用をご負担いただきます]

●運用戦略に係る費用について

投資顧問報酬等：投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率1.144%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。最低投資顧問報酬は年額11,000,000 円（税込）です。なお、お客様との協議により成功報酬制とする場合があります。

《ご注意》

※成功報酬、その他の費用については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

※上記のリスクや報酬、費用等は、個別の契約内容等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面を十分にお読みください。

※お客様が特定投資家の場合、金融商品取引法第45 条に基づき、契約締結前書面の交付等行為規制の適用を除外される場合があります。

※投資一任契約に関しては、金融商品取引法第37 条の6 に規定する「書面による解除（クーリングオフ）の適用はありません。