



## 2021 年 Outlook マクロ経済 政策が主導権を握る

著者：  
**Markus Schomer, CFA**  
チーフ・エコノミスト



## 政策が主導権を握る

- ◆ 「3つのP」—パンデミック（Pandemic）、政治（Politics）、政策（Policy）が、2021年も経済と金融市場の見通しを左右しますが、なかでも政策が主導的な役割を果たします。
- ◆ 2019年末に作成した2020年の見通しにおいて、政策主導の市場レジームへの移行を指摘しました。また、新型コロナウイルスのパンデミックはこの傾向を強め、大規模な金融・財政刺激策が回復へのギャップを埋める鍵となりました。
- ◆ 政策目標を簡単に変えてしまいうる政治、とりわけ選挙が政策主導の市場展開における最大のリスクです。米国大統領選挙、英国のEU離脱問題、そして今後ドイツとフランスで予定されている選挙は、注視すべきです。
- ◆ グローバル経済の成長率の予測は2020年初に急速に後退縮小した後、方向転換し始めているかもしれませんが、IMF（国際通貨基金）は、世界経済の予測を2020年1月の2.9%から3月に-3.0%、6月に-4.9%へと下方修正しましたが、その後-4.4%に上方修正し、依然として大幅な後退ではあるものの、期待が改善していることを示しています。
- ◆ 私たちは、経済成長が経済封鎖と解除に反応して動く、新たなビジネスサイクル下にあり、伝統的な経済予測は、過去を振り返るのみであり意味をなさなくなっています。経済成長の尺度としてふさわしいのは、新型コロナウイルス感染拡大以前の最後の四半期である2019年の第4四半期対比の2020年第4四半期のGDPの変化率です。

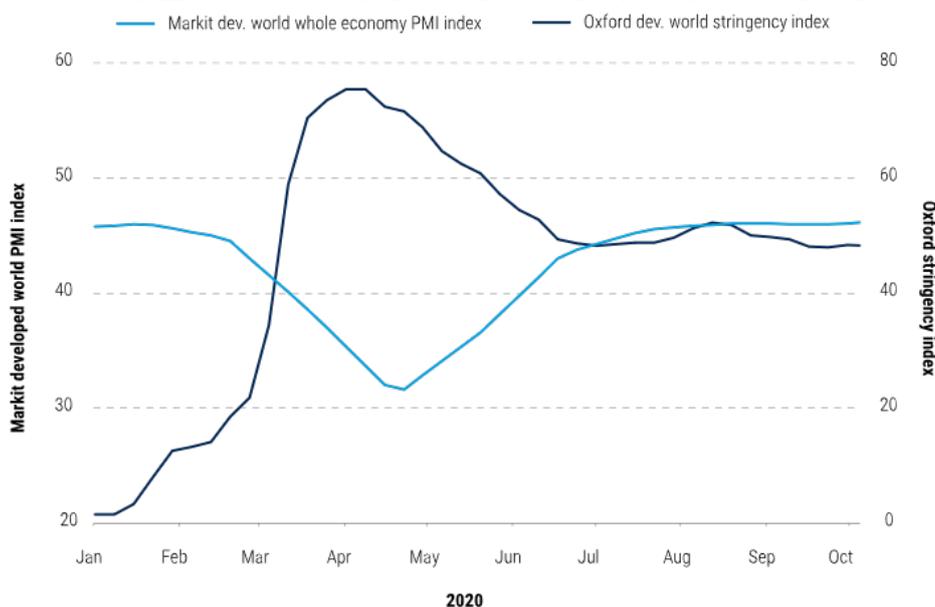
大規模なショックに対して前例のないグローバルの対応がとられましたが、2021年も引き続き政策が経済と金融市場を牽引するでしょう。

この一世紀で最も深刻な健康面での危機というだけでなく、歴史上最も深刻な景気後退をもたらしたこの一年を経て、多くの人々はかなりの程度の安堵感を持って2021年を展望しています。パンデミックはすでに世界で200万人以上の生命を奪い、危機はいまだに収束していません。2020年春の感染の第一波に対応し、世界中の政府は感染拡大を抑制するために、少数の例外を除き、広範囲にわたる経済活動の封鎖を行いました。学校や職場の閉鎖、在宅規制の政策を定量化して比較できるオックスフォード大学の「Stringency Index（厳格度指数）」は、3月と4月にこれらの抑制策が劇的に増加したことを示しています。その結果、世界中のGDP成長率は記録的に低下を示し、2020年第2四半期の先進国のGDP成長率は年率換算で33%縮小しました。

良いニュースとしては、世界経済の成長期待が転換し始めている可能性があることです。2020年1月に遡ると、IMFは世界経済の成長率を2.9%と予測していました。パンデミックの影響が注目を集めた3月までに予測を-3.0%に引き下げ、さらに6月には-4.9%へと引き下げました。しかし、その後、政策主導によって世界のほとんどの経済は驚異的な回復を見

せ、2020年10月には-4.4%へと上方修正しました。それでも2019年対比では大幅な低下ですが、期待の方向転換は、私たちは回復過程にあることを示しています。

### 厳しい新型コロナウイルス感染抑制策が先進国経済を不況に追い込んだ



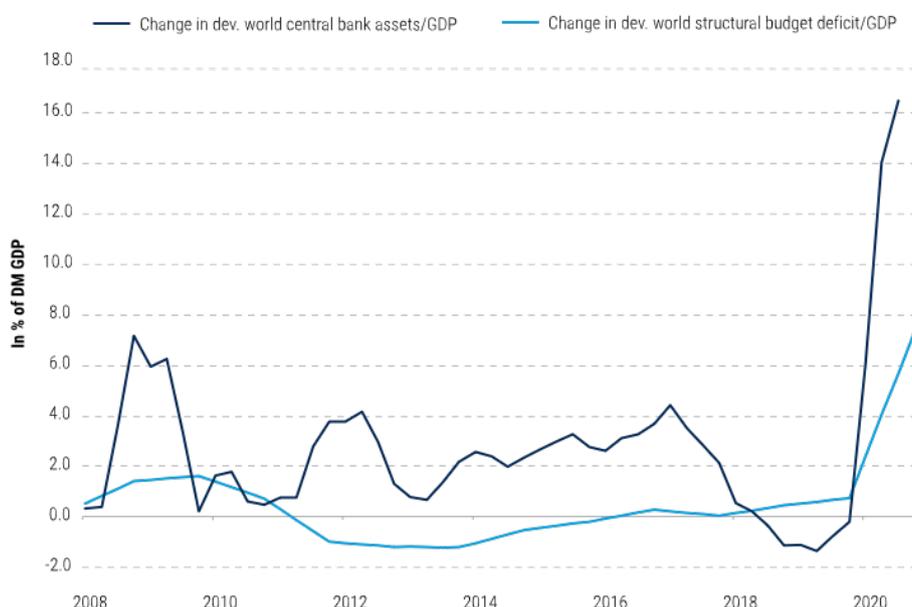
出所: Macrobond, Oxford University, Markit, PineBridgeInvestments、2020年11月16日時点の数値に基づき算出

### 政策が主導し、マクロ・市場の枠組みを強化

パンデミックは前例のないものでしたが、世界的な政策対応もまた前例のないものでした。金融政策当局の迅速・果敢な行動は高く評価すべきです。グローバル金融危機の教訓を得て、即座に「最後の買い手」の役割を果たしました。すでに深刻化していた健康面、経済面の危機が、金融市場の不安定化を加速させることを防ぐための合理的な決断でした。2020年に、中央銀行は、大規模な資産買入れを通じて7兆ドル超の資金を金融システムに投入しました。これは先進国のGDPの約15%にも相当します。

また、政府は財政政策を迅速に発動しました。米国議会は記録的な2.2兆ドルの景気刺激策を可決し、家計支出は新型コロナウイルス感染拡大以前の水準まで急速に戻りました。EUは、厳格な財政赤字ルールを停止した上、EUが管理する欧州復興基金を初めて創設し、より統一的な財政政策への門戸を開きました。2020年のIMFの財政赤字予測（自動安定化装置の影響を除く）を見ると、緊急財政刺激策は先進国のGDPの少なくとも7.5%に相当します。これらを合わせた政策全体の景気刺激策は先進国のGDPの約22.5%に相当し、より深刻で破壊的な景気後退を回避する上で、経済政策の支援がより重要な役割を果たすことが明らかになりました。

### 急増する金融・財政刺激策が財政赤字を拡大



出所: Macrobond, IMF, PineBridge Investments, 2020年11月16日時点の数値に基づき算出

世界的なパンデミックの劇的な影響にもかかわらず、マクロ・トレンドと金融市場との相互作用を評価・分析する我々の広範なフレームワークは引き続き有効で、信頼性はむしろ高まっています。昨年末に作成した当社の2020年の見通しにおいて、金融市場は、マクロ・ファンダメンタルズよりも政策によって左右されるだろうと指摘しました。過去数年間、経済成長やインフレよりも中央銀行の行動が、株式・債券市場の動きに対して、大きな影響を与えてきました。それ以前には、マクロ経済主導の市場と政策主導の市場が頻繁に入れ替わることもありましたが、パンデミックにより、政策主導型の市場レジームはより永続的なものとなりました。

従って、当社では、2021年にもなお必要とされる、経済回復のための金融・財政支援策を維持、増加させるという中央銀行及び財政当局の意欲と能力を追跡、確認することに、より多くの時間を費やしています。政策主導の市場環境における最大のリスクは、依然として政策の優先順位の突然の変化です。そして、そのような変化をもたらす可能性が最も高い要因は、選挙です。だからこそ、エコノミストは政治アナリストとしても行動し、大規模な選挙に伴うリスクを評価する必要があります。今回の米国大統領選挙もそうですが、欧州で今後数年間行われる選挙の分析が重要です。

#### 当社の見通しの重要な要素である「3つのP」

**パンデミック (Pandemic) :** ワクチンについての朗報にもかかわらず、回復はそんなに早くない。短期的な経済活動の最大の決定要因は、依然として世界的なパンデミックの動向です。ワクチン開発が最終段階にあるという朗報にもかかわらず、新型コロナウイルスはすぐには消えてなくなる訳ではありません。大半の専門家は、人口の十分な割合が免疫を獲得し、真に正常な状態に戻るには2021年末までかかると考えています。このことは、多くの経済活動、特にサービス業は、来年も引き続き停滞し、早期の広範な景気回復は妨げられることを意味します。

とはいえ、今春、深刻な健康危機が、経済封鎖を通じて深刻な経済危機に波及しましたが、ワクチンの存在は、再度の経済封鎖の確率を急激に低下させるでしょう。これまでのところ、感染の第二波、第三波が起きながらも、大規模な経済封鎖を行っていない米国の経験は、新規感染者と入院患者が再加速しても経済は回復しうることを示しています。

新型コロナウイルスの第一波は世界中を景気後退に陥れましたが、感染症患者と入院患者が今秋再び増加しているのは、ほとんどが北米と欧州の問題です。パンデミックはアジアでは収束しつつあり、大半の新興国市場では今年後半に感染率が低下しており、グローバル経済への悪影響を低減するでしょう。

**政策 (Policy) : 新型コロナウイルス後の時代には、政策はより影響力を持ち持続的なものとなる。**中央銀行と財政当局は、金融市場と経済を支えるために迅速に行動しましたが、何事もコスト無しにはすみません。政府債務比率は、景気刺激策が一巡する頃には大幅に上昇し、ほとんどの先進国で GDP の 100% を超えるでしょう。過去には、債務比率が高い為に債券市場で資金調達が出来なくなったり、金利の急激な上昇が起きたりし、その結果、経済活動を抑圧されることがありました。2012 年の欧州ソブリン債務危機はその一例です。大規模で広範な中央銀行の量的緩和 (QE) が行われる今日の世界では、デット・ファイナンスへのアクセスはもはや問題ではありません。

中央銀行の国債市場への関与が高まっており (日本銀行は国債残高の 50% 近くを保有し、FRB (米国連邦準備制度) では 30% 弱を保有)、それによって低金利を長期にわたって維持する圧力が高まっています。債券利回りの上昇を容認することは、政府が実質的に負担するコストを増加させるだけでなく、民間部門の借り手が設備投資や人員削減を余儀なくされるリスクを高め、その結果、極めて緩和的な金融政策と異なって大きな逆風が生み出されることとなります。低金利を維持して経済を刺激しようとする中央銀行の行動が強ければ強いほど、中央銀行の市場からの撤退コストが増大し、また今後、金利や債券利回りが需要と供給によって決まるという可能性も低くなります。だからこそ、新型コロナウイルス後の時代には、政策主導型のマーケット・レジームがさらに支配的になるのです。

**政治 (Politics) : 金融政策または財政政策の優先順位を突然変化させる要因として最も可能性が高い。**米国大統領選挙は、2020 年において政治的な不確実性をもたらす最大のイベントでしたが、2021 年には、政策変更の可能性については一層明確になるでしょう。ごく短期的には、パンデミックが世界中の政府の行動の決定要因となるでしょう。経済見通しにとってより重要なのは、財政政策当局が前回の景気循環から教訓を学び、早過ぎる時期に財政政策支援を打ち切るという間違いを繰り返さないかという問題です。この対応の違いから、米国では経済が回復し、欧州では債務危機が発生しました。来年の政治的不確実性要因は、欧州へと移るでしょう。

**英国の EU 離脱は、2021 年に最終的に実施**—もちろん、「北アイルランド問題」が複雑に絡み合っ、EU・英国間の包括的な貿易協定は締結には至っていません。英国は、北アイルランドとアイルランドの間の厳しい国境管理を避けるために、関税同盟にとどまらなければならないのですが、それではジョンソン首相の求心力が低下し、EU の政策に関与できないにも関わらず英国が単にルールを受け入れることはあり得ないでしょう。英国のもう一つの選択肢としては、EU を完全に離れ、北アイルランドとアイルランドの関係に責任を負うことですが、これはアイルランドの統一に向けた動きを加速させる可能性があるため、やはりこちらも難しいと考えます。従って、貿易フローが解決されるまで、(実質的な) 合意なき離脱は、英国と EU の経済パフォーマンスに少なくとも 2021 年初めには重石となるでしょう。

**ドイツとフランスの選挙は政策目標を変える可能性も**—ドイツでは、9 月の総選挙によって、新たな指導者に権限が移行するものと見られ、政策の優先順位が変わる可能性があります。その後、2022 年春には、フランスでは大統領選挙があります。したがって、今後 18 カ月以内に、米国で新たな政権が生まれるだけでなく、EU 加盟国で最も影響力のあるドイツとフランスでも、新たな政権が誕生する可能性があります。これが、現在の政策主導型市場コンセンサスにとっての最大のリスクです。

## 回復から通常のビジネスサイクルへの移行

私たちは、経済封鎖と解除 (ないしは再封鎖) に対応しながら成長するという新しいビジネスサイクルの只中にいます。従って、2020 年や 2021 年についての伝統的な成長予測では、潜在的な経済ポテンシャルを予測することが難しくなっています。それらは過去を見た予測であり、予測内容は概ねパンデミック封じ込め対策の厳しさと景気刺激策の規模に依存しています。

より重要なのは、それぞれの国がどれだけの被害を 2021 年に持ち越すかであり、これについて分析することは、それぞれの国が景気後退ギャップをどれだけ埋めなければならないかを判断するのに役立ちます。したがって、経済成長の尺度としては、2020 年第 4 四半期と新型コロナウイルス感染拡大以前の最後の四半期である 2019 年の同期間との GDP の変化率を用いています。2020 年第 4 四半期の先進国加重平均 GDP 成長率の前年比予測は 3.8%の縮小で、米国 (-2.4%)、日本 (-3.2%)、韓国 (-2.1%) を含む国々が平均を上回ると予想されています。実際、このグループの中では台湾が唯一、年末までに景気後退によるマイナスを取り戻すと期待されています。その結果、これらの国々は、より迅速に通常の GDP 成長トレンドに回帰し、2021 年には緩やかな経済成長に転じる可能性が高いと見られます。

一方、景気後退ギャップの大きいカナダ (-6.6%)、シンガポール (-6.8%)、英国 (-9.2%) などの国々は、まだ自律回復の段階にあることから、来年にかけてはより力強い成長率が期待できると思われます。しかしながら、これは他国に比べて回復スピードの加速を示すものではなく、むしろ、通常ファンダメンタルズ主導の成長率に戻る過程で、それらの経済がどれだけ遅れているかを示すものです。

その間、2021 年に向かう経済及び市場の主要な推進力として、政策が引き続き主導的な役割を果たすと見ています。



## 2021 年 Outlook マルチアセット

新たなサイクル、新たな政策ミックス、  
新たなマーケット・リーダーの出現

著者：

**Michael J. Kelly, CFA**

マルチアセット部門グローバル・ヘッド



## 新たなサイクル、新たな政策ミックス、新たなマーケット・リーダーの出現

- ◆ 1) 可能な限り大規模な金融刺激策の再起動、2) 十分な規模の財政刺激策、3) 効果的なワクチンの実用化という形態の新型コロナウイルスに対する科学的対応、の前提に立ち、経済と金融市場は持続的な回復の初期段階にあると見ています。
- ◆ これらの柱は耐久力を持つことから、持続的なサイクル初期の拡大が起こり、株式市場の上昇を後押しするでしょう。米国株式は、狭い範囲の長期的な勝ち組とディフェンシブ株が恩恵を受けて上昇してきましたが、今後は主役の座を欧州と一部のアジア株式に譲ることになるかもしれません（それでも世界株式並みのパフォーマンスを維持するでしょう）。
- ◆ アジアはウイルスの封じ込め対策に成功し、2021 年に向けて経済見通しが最も堅調なことから、アジアの投資適格債券は、今後、最も高いリスク調整後リターンを提供するでしょう。
- ◆ FRB が下支えしている米国投資適格社債等の債券市場は、2020 年初めに上昇し、急速に適正水準に戻りました。一方、下支え支援を受けていない多くの国の債券は依然として魅力的な水準にあり、また、多くの新興国市場では、現地のインフレ率を上回るイールドの債券が依然として存在します。
- ◆ 金やその他の実物資産は、市場に資金が溢れる一方で財政刺激が欠けている現状から、金融、財政政策がよりバランスする政策へと転換する中で、最も恩恵を受けると見ています。

2021 年に向けた市場は、パンデミックへの対応の地域間格差と、今後数年間の主要国同士の関係を規定する政治力学とに支配され続けています。世界経済の一極である中国は、いまや最初にコロナ禍に陥り最初に脱却を超えて、再び成長しています。米国と欧州では新規感染者が再び増加し景気回復が鈍化する中で、中国は世界経済の牽引役となるでしょう。バイデン次期大統領が外交関係を多国間体制にシフトするには、民主党の議会コントロールを要さず、中国に対する敵対的なスタンスは和らぐことになるでしょう。

米国では、1 月初旬のジョージア州の二つの決選投票の結果が出るまでは、上院議席の支配権は判明しませんが、民主党が 2 議席とも奪取し「ブルーウェーブ（上下両院で民主党が多数派を占める）」になるとは考えにくく、専門家は、共和党が多数派を占める上院がバイデン氏の政策を妨害し膠着状態になると既に警告を発しています。しかしながら、この予測は、オバマ大統領の第 2 期目の状況に引きずられ過ぎています。オバマ政権は、第 1 期目には、上下両院で多数派を占めたことから、妥協を通じた議会調整にはほとんど注力しませんでした。2 期目に共和党が上院の多数派を奪取すると、大統領令を多用して国内政策を推進する一方で、全体の焦点を外交政策に移しました。今回は、未解決のパンデミックが国内政策の焦点となることから、クリントン大統領の第 2 期目が、今後を占う参考事例としてより適しています。クリントン大統領は、上院のコントロールを失った時、歩み寄り姿勢へと急速に方針転換しました。それが奏功し、市場は好転しました。バイデン氏のスキルセットはそのような状況には理想的と思われ、また、時代背景も同様です。バイデン氏の閣僚任命が、中

道寄りか左派寄りかを注意深く見る必要があります。大統領選挙で明らかになったメッセージは、左派、右派両極端の拒絶であり、おそらくより中道派的なリーダーシップによる「パープルパッチ（幸運な時期）」が待ち受けているでしょう。

新規感染者数の増加に対応して、欧米の金融・財政支援が再起動されています。ECB（欧州中央銀行）は、ユーロ圏の財政安定化策の効果を待ちつつ、更なる量的緩和の導入を約束しています。米国では金融・財政の追加支援策はまだ見えていませんが、感染拡大次第で 5 億～10 億ドル規模の第 4 次経済対策が発動される可能性が高いと考えられます。

当社では、今年の回復を牽引する以下の 3 本の柱、1) 金融刺激策の再起動、2) 十分な規模の財政刺激策、3) 効果的なワクチンの実用化という形態の新型コロナウイルスに対する科学的対応（通常 4 年間の開発期間を約 1 年に短縮）に基づいて、経済と市場の初期段階の回復が続くと見ています。通常、市場は回復サイクルの最初の数年間に最も上昇します。いつまで続くか見通せないロックダウンが再び起こらないとの前提で、経済は一時的に減速するものの、2021 年にはほとんどのリスク資産が平均を上回る年になると見ています。

### 新型コロナウイルスについての学びにより視認性は高まる

「トータル・ロックダウン」は最も恐ろしい言葉の一つとなりました。2 月の時点では、新規感染者カーブを抑制するのに、ソーシャル・ディスタンスとマスク着用がトータル・ロックダウンとほぼ同様の効果を持ち、しかも大きな経済的悪影響を伴わないことはまだ理解されていませんでした。ドイツは、2020 年 3 月には、期間を定めずに「トータル・ロックダウン」を導入しましたが、今回はそのことを理解し、4 週間に期間を区切って、バー、レストラン、娯楽施設に範囲を限定した「サージカル・ロックダウン」を実施し始めました。フランスでは、エマニュエル・マクロン大統領が 12 月一杯のより厳しいと解釈されるロックダウンを発表しましたが、詳細を見ると、適用範囲は必要不可欠ではない事業に限定されることが明らかとなりました。一方、バイデン氏の政権移行チームのメンバーで感染症の権威であるマイケル・オスターホルム博士は、「ウイルス地獄」を回避するには米国は 6 週間のロックダウンが必要と指摘しています。期間が定められており、3 月よりは厳しくないものの、米国はその時から変化しています。ギャラップ社の最新の世論調査では、このような防止策に従うと回答する米国人は半数以下に留まります。2021 年 1 月下旬までに現在の新規感染者数が減少しない場合、バイデン次期大統領にとって初めての大きな試練となります。

この冬の感染の波は深刻なリスクであるものの、健康面や経済面での影響は前回よりもはるかに少ないと思われます。ソーシャル・ディスタンス（あるいはマスク着用の義務化）が一度実施されると、一般に新規感染者数と死亡者数は 5～6 週間以内にピークを迎えることが分かっています。市場はワクチンの有効性に関する報道に元気づいています。欧州では死亡者数が再び急増し、一番減少していた時から約 10 倍に急増しており、現在、新たな活動規制から 2 週間が経過したところですが、今後 3～4 週間で解除されることが期待されています。いずれの増加も急速であり、米国での新規感染者数は一番少ない時から 2 倍になっているものの、年初のように死亡者数が 2 週間の遅れを伴って増加していません。現在、感染者数に比べて死亡者数が劇的に減少しているのは、より良い治療法の確立と、弱者をどのように守るかについてより多くの知識が活かされている証しです。多くの産業は部分的なロックダウンへの対応法を学びました。

## ワクチン:「有効性 90%」で「経済 90%」を打開できるのか

最近までは、ワクチンの承認時期に焦点があたりすぎて、その有効性はあまり注目されていませんでした。FDA（米食品医薬品局）による早期承認を求める政治的圧力は強かったものの、早期承認には至りませんでした。企業が早期承認のデータを急ぐあまり安全性について妥協したという証拠は見られません。実際、多くの企業が、安全性について妥協しないことを誓う書面に署名しています。ほとんどの企業は、公共サービスとしてほぼ原価でのワクチンの提供を想定しており、商業的利益をあげるために競争している様子は見られません。研究開発の迅速化は、安全性の検査をスキップするなど時期尚早の承認を追求した結果ではなく、研究、製造、流通の各資源をめぐる企業間の競争ではなく協力の結果だと思われます。また、政府の補助金によって、企業は、研究開発（第 1 段階、第 2 段階、第 3 段階）、製造、流通等の多段階を順次にではなく同時に進めることが経済的に可能になりました。

ワクチンの有効性については、インフルエンザの予防接種の有効性（通常は 60%に近い）を上回る 75%以上の有効性が、集団免疫を推進する上で重要なしきい値であると考えられています。初期の結果では、複数の主要ワクチンが 90%以上の有効性という目標を上回っています。世論調査では、新型コロナウイルスワクチンを実際に接種すると回答した人の割合は、以前の 70%から 40%にまで低下していますが、承認の迅速化を求める政治的な圧力が開発スピードを左右していることが懸念された結果と考えられます。とは言え、承認に使用されたデータが公開され、アンソニー・ファウチ博士とビル・ゲイツ氏がワクチンを接種して大反響になれば、数値は再び約 70%に上昇するでしょう。

2020 年を「90%経済」と呼ぶ人もいますが、ワクチン接種の実施までは、多くのセクターで業績回復に天井があります。世界的に広範なワクチン接種の完了までには 2023 年までかかる可能性もありますが、市場の力学は常に限界的なところで変化します。通常のワクチン接種が 2021 年の春から夏に開始されれば、モビリティ、GDP、キャッシュ・フローの改善により、この 90%の上限は、2023 年になる前になくなると考えられます。

## 新型コロナウイルス時代の政策ミックス

投資環境と同様に重要な決定要因として、2008 年の金融危機以来、支配的だった政策ミックス（大規模な金融緩和策と傍観する財政刺激策のミックス）が、今回のサイクルでも繰り返されるのかということがあります。その答えは政治次第です。

もどかしいほどの経済の低迷によって、しばしばポピュリズムや財政アクティビズムが台頭しました。EU の復興基金は、過去 10 年間のように財政政策が経済成長を妨害するのではなく、財政政策が金融政策と協調して機能する方向への第一歩を踏み出すと見えています（当社のこれまでの予測「小さなブルーウェーブ」を修正）。「パープルパッチ」においては、共和党が上院を支配したままバイデン氏が大統領に就任する場合、政策を新たな方向へと移行させると考えられますが、「小さなブルーウェーブ」の場合よりも政策転換の程度は小さいと考えられます。いずれにしても、金融危機以降に見られた不均衡はないと予想します。財政刺激策の強化は、GDP 対比の政府債務比率引き上げを代償にして、より速い成長を生み出します。過去、中央銀行がリスクフリー・レート数十年にわたってインフレ率よりもかなり低い水準に抑制し、名目 GDP が政府債務の拡大に見合って拡大するのを助ける力学です。

現在、過剰資本と投資に回すキャッシュ・フローの不均衡は記録的に拡大を続けており、その主な原因は、金融危機後の不均衡な政策ミックスが、経済よりもはるかに大きな規模で市場を支えたことにあります。コロナ危機が終わっても、財政拡大が政策ミックスの一部であり続け、長期的に有効な財政乗数効果を伴って生産的に活用されるならば（大きな仮定であることを認めますが）、この政策ミックスは市場に好ましい影響を与えるでしょう。妥協しながら前進する分断された政府は、経済的、社会的目標のバランスを保つための財政支出を生み出す可能性が最も高い構造的要因になっており、それゆえに生産的です。

インフレ政策に関してはこれまで古い考えが踏襲されてきましたが、今日の中央銀行は、時代をはるかに超えてデフレと戦うことを期待されています。財政拡大が金融政策を補完したり先導したりするならば、中央銀行は、民間企業セクターがクラウディング・アウトされないよう、財政赤字拡大が引き起こす金融市場の引き締めを中立化する方向に政策を変更する等の対応を進んで行うと思われる。少なくとも現在の大幅な需給ギャップが解消され、インフレが再現し、インフレ率の構成要素がある程度出現するまでは、金融引き締めに転じるのを待つでしょう。待ち過ぎれば、インフレの引き金となり、1980年以來の長期にわたる金融資産の強気相場を終わらせるかもしれません。しかし、今日の中央銀行は、このリスクを取ることを厭わないように思われます。重要なのは、これは2021年ではなく、数年先のリスクとなる可能性が高いことです。しかし、そのような現代金融理論型の政策は、導入しやすく脱出しにくいことを忘れてはなりません。そのため、投資家は、まだ混乱状態にあるインフラや不動産に投資し始め、インフレ率を目標以上に引き上げるゴールに向かうような政策ミックスに対するリスクヘッジ・ポジションを造成すべきかもしれません。

## 金融市場における主要ポイント

政策転換は、先進国のソブリン債券市場には打撃を与え、金等の実物資産を押し上げ。過去10年間、経済の停滞に対して金融政策は対応したものの、財政政策はほとんど対応せず、その結果、債券市場の上昇は長期化し、強化されました。現在、政治的な風向きが変化したことで、金利カーブは、もはやお手上げだとの疑念を示しています。成長見通しが鈍化したり株価が下落したりしても、イールドは、予測通りに、あるいは十分には低下しなくなっています。イールドカーブは、景気悪化は金融政策とともに財政政策の投入に容易につながるとの懸念を反映しています。2016年～2019年にかけて、慢性的な「サイクル後期の調整」が何年にもわたって続き、各資産クラス内で最もディフェンシブなセクターが恩恵を受けましたが、これらのディフェンシブなセクターはもはやそうではないかもしれません。財政アクティビズムが常態化したり、大規模化したり、非生産的になる場合には、先進国のソブリン債券市場は新たに出現した政策ミックスによって最も悪影響を受け、金や実物資産が最大の恩恵を受けるでしょう。

株式市場の牽引役の交代。米国株式は、2016年～2019年のサイクル後期のセンチメントによって最も恩恵を受け、リセッション時に最も影響を受けにくい分野へのアロケーションが進みました。これによって、まず市場の牽引役となる長期的な勝ち組銘柄がアウトパフォームし、その後は株価にほとんど関係なく市場の選好が高まるという好循環を作り出しました。景気や市場の拡大に伴い、その一部は剥落すると見えています。特にFANG（Facebook、Amazon、Netflix、Google/Alphabet）は、新たな独占禁止法の攻撃から自らを守る必要があります。

世界的に、ほとんどのセクターの企業収益とキャッシュ・フローは、予想をはるかに上回って大きく回復しています。過剰流動性は何年も続くと予想され、改善したキャッシュ・フローは引き続き手厚い資本になると思われる。コロナウイルス第3波の

中、経済成長は数か月押し戻され、短期的には後退もありえますが、2021年、特に後半以降には、経済活動の拡大により成長が継続すると見られます。時期的には、2021年春から夏にかけてワクチン接種が広範に行なわれれば、株式市場の継続的な拡大を促進するには十分だと考えられます。その時には、米国株式は世界の牽引役の座を降り（世界株式と同等のパフォーマンスをあげるものの）、欧州とアジアの一部の市場が牽引役となる機会を拓くでしょう。

経済が回復し拡大するにつれて、バリュー株はようやくパーティの仲間入りをするでしょうが、真の長期グロース株が犠牲にならない訳ではありません。その代わりに、公益事業や、生活必需品、多くの歴史ある医療関連企業等のディフェンシブ銘柄が犠牲になるでしょう。これらのセクターは、2016年～2019年にかけての景気後退局面で恩恵を受け、ディフェンシブな収益に対して資金が集まりました。実際、新しいタイプのグロース株が台頭しているように思われます。米国のある銀行のCEOの言葉を借りると、市場における約10年間のデジタル変革がわずか3か月に短縮されたということです。この流れは今後も変わりません。新型コロナウイルスは映画「ハンガー・ゲーム」のような世界を切り開き、FANGsにとどまらず多くの強力な企業が恩恵を受けるでしょう。

債券市場は政策支援次第で二極化。現在、ほとんどの先進国国債のイールドは、各国の中央銀行によってインフレ率を下回る水準に抑えられ、今後数年間は継続すると考えられます。「元本保全」の定義は何でしょうか？それが購買力の維持であるならば、これらの金融政策は今後数年間にわたって、先進国債券の購買力を低下させるでしょう。そして成長低下のショックが起こる際に、過剰な金融政策に財政拡大が加わることから、これら債券の「リスクオフ」資産としてのヘッジ効果も低減します。これらは、経済成長が鈍化した際に財政当局者が行動を起こさず、中央銀行のみが量的緩和を継続し、債券価格が上昇した時のことを思い出させますが、今は財政政策当局も同様に救済に入るであろうことを認識する必要があります。リスクオフの期間の20%の期間には、先進国債券はお手上げ状態となり、残りの80%の期間には、政策への懸念から購買力を失っていくでしょう。しかし、新興国債券の中には、現地のインフレ率を上回る金利の債券がまだ存在しており、魅力的な投資対象として私たちの買い物リストに入っています。

FRBが下支えしている米国投資適格社債等の債券市場は、大幅上昇によって急速に適正水準（おそらくそれ以上の水準）に戻りました。しかしながら、米国や他の多くの国で支援を受けていない債券は割安で、依然として魅力的です。アジアは、冬に向かう中でウイルスに上手く対応しており、2021年に向けての強い経済見通しを考えると、アジアの投資適格債券は、債券市場全体の中で最も高いリスク調整後リターンを提供するかも知れません。



## 2021 年 Outlook 債券

パンデミック、政治、政策に関する市場の明るい兆し

著者：

**Steven Oh, CFA**

クレジットおよび債券部門グローバル・ヘッド  
レバレッジド・ファイナンス部門共同責任者



## パンデミック、政治、政策に関する市場の明るい兆し

- ◆ 2021 年に予想される大きな長期的変化はリスク・プレミアムの低下で、中央銀行は長期的にマイナスの実質金利バイアスを採用し、下方テールリスクを抑制していることから、この傾向は少なくとも 5 年間は続く可能性が高いと考えます。
- ◆ パンデミック、政治、政策の動向により、2021 年にはクレジット・リスクを下支えするような債券市場となり、相対的にファンダメンタルが良好なエマージング市場（特にアジア・クレジット）がその恩恵を享受し、また国債利回りについてはスティープ化バイアスが強まっているものの、レンジ内での動きが続くと予想されます。
- ◆ したがって、2021 年に向けての当社のポジショニングは、相対的にアジアとエマージング市場のクレジット・リスクにテイルトしています。先進国市場では、投資適格（IG）クレジット（特に BBB 格）と IG 以下のレバレッジド・ファイナンス・クレジットの双方に引き続き前向きであり、特にシングル B 格を愛好します。
- ◆ 当社は、特に新型コロナウイルスの影響を受けた企業の中から厳選し、分散と多様なリスクとオポチュニティの選択を行い、アルファを追求し続けていきます。
- ◆ ボラティリティの上昇は一過性で、イールドは徐々にしか上昇しないと見ていることから、国債イールドカーブのロング・エンドでの「レンジ取引」を愛好します。

2021 年に向けて、新型コロナウイルスワクチンについての前向きなニュースと米国政府の勢力分断の可能性を伴うバイデン氏の大統領選挙勝利とによって、パンデミックおよび政治リスクの低下へと向かう道が開かれました。これらの動きを受けて決定された金融・財政政策は、クレジット・リスク、債券市場に支援材料となり、相対的にファンダメンタルズが良好なエマージング市場（特にアジア・クレジット）がその恩恵を享受し、国債利回りについてはスティープ化バイアスが強まっているものの、レンジ内での動きが続くと予想されます。

バリュエーションはすでに正常化、またはそれに近い水準にあるため、リターン上昇の可能性は限られ、ほとんどの資産について低いクーポン水準のリターンを達成できれば、良い結果でしょう。しかし、当社は、市場を支援するような環境と最も深刻なダウンサイド・リスクが取り除かれることで、リスク・プレミアムのフェアバリュー水準が見直されると考えます。このため、今後 12 ～ 24 カ月の間に、クレジット・スプレッドは金融危機後の最低値を下回る可能性があります。

イールド追求の動きは、行き過ぎや資産バブルを生み出す可能性もありますが、2021 年において必ずしも懸念事項ではありません。むしろ、今後数年間は、ポートフォリオ内での綿密なモニタリングとマネジメントを行う必要があります。2021 年の

トータル・リターンの見通しが比較的不明瞭である中、銘柄、セクター、地域間のばらつきが続き、アルファ向上機会が増えると予想します。

### 政治：革命的なものではなく移行的なもの

バイデン氏が大統領に就任し、共和党がかりうじて上院の過半数を維持するという見通しは、2021年以降のクレジット・リスク資産に対して、より良好な見通しと緩やかなペースでのイールドカーブのスティープ化をもたらします。選挙準備期間中にブルーウェーブへの期待と3兆ドルという強力な景気刺激策からイールドカーブはスティープ化しましたが、勢力が分断された政府は、予想よりはるかに小さな景気刺激策を打ち出すにとどまることになります。これにより、新型コロナウイルス感染者数の増加が経済的なダメージを与え、より限定的なロックダウンをもたらす可能性があるため、結果として景気回復ペースを鈍らせることになります。しかし、効果的なワクチンの早期実現の見通しが、財政刺激策の不足による短期的なマイナスの影響を相殺するでしょう。

世界は主に米国大統領選挙に注目してきましたが、目先の英国のEU離脱問題から次の欧州選挙に至るまで、さまざまな政治的リスクが顕在化しています。所得格差の拡大などを背景とする世界的な政治の二極化は消えておらず、ナショナリズムや中国を中心とした自由貿易への抵抗は、今後も続くと思われます。それでも、今回の大統領選挙の結果は、欧州との貿易戦争の第二戦線のリスクを含む緊張を緩和するのに役立ちます。米国の新政権は、大統領令を介して実施できる行動とともに、より中道的な立法政策をとる必要があります。第一に、私たちはアメリカの税制に対する重大な変更はほとんどないと予想します。法人税率引き上げという明確な民主党の綱領と個人の最高限界税率を考えると、共和党支配下の上院への期待は、企業収益とキャッシュ・フロー、そしてすべてのリスク資産に、短期的には好ましい影響を与えるといえます。また、金融市場も、政府の勢力分断により規制当局による監督や規制が厳格になることはないとしています。この展開はさまざまな産業に影響を与えますが、その恩恵を受けるセクターには、投資適格社債の最大の発行体である金融機関が含まれます。エネルギー業界もまた、石炭生産の制限により、自然エネルギーへの支援が増えることを期待しており、医療やテクノロジー業界では勝者も敗者も生まれるでしょう。地方自治体の財政健全性と関連している事業は、財政支援の不足によりサービスや雇用が大幅に削減される可能性があるため、負け組になる可能性が高いと見られます。

政治的な見通しにおいては、次の中間選挙までの12~24ヵ月間でクレジットに対してより好ましい状況を生み出すと見えています。それはイールドカーブスティープ化の圧力を緩和するかもしれませんが、2021年前半の間、短期的にはそれほどの恩恵はありません。

### パンデミック：冬は来るが、楽観主義が定着

世界は、ここ数週間、パンデミックに関する二つの相反するニュースに接しています。感染者数の増加率は欧州と米国を脅かしてはいるものの、ワクチン開発に関しては前向きなシグナルが出ています。現在進行中のウイルス感染者数の急増は、さらなる経済的ダメージと、直接的な打撃を受けたサービス部門の回復を遅らせる可能性が高いと見られます。パンデミックは引き続き広範なマクロ経済に影響を及ぼすと思われるかもしれませんが、パンデミックを抑制する方向に移行する過程で、特定のセクター企業の双方における、リスクとオポチュニティがより具体化するでしょう。

今年初めに資本市場にアクセスしたにもかかわらず、その時点ですでに流動性が不足していた劇場、旅行・レジャー、小売・飲食業などの多くの高レバレッジ企業は、回復が遅れた場合、2021年には深刻なストレスや債務不履行に直面するでしょう。2021年に有効なワクチンの普及が期待されれば、2022年まで耐える流動性を持つ企業には回復の道は開けますが、その間に債務負担が増えることとなります。また、パンデミックの長期化に伴い、特に特定の技術分野、ブロードバンド・プロバイダー、その他の分野では、消費者やビジネスにおける依存度が高まり、コロナ後も続く生活習慣の変化から恩恵を受けるでしょう。

実際、構造的或いは行動様式の変化は、特定のセグメントやビジネスに永続的な影響を与える可能性があります。商業用不動産は、このリストの最上位に位置しています。私たちが目にするのは、オフィスビルの終わりの始まりではなく、その機能と立地の変化です。今後は、在宅勤務やフレキシブルなオフィスが普及し、面積が小さくなることが予想されますが、都心部から郊外への移転や、住宅用不動産やその機能性へのサポートも継続していくと予想されます。また、コロナウイルスは、小売業においても、従来の実店舗からeコマースへの移行を加速させます。変化や移行は必ずしも投資成果を悪くするものではなく、むしろ勝者と敗者の間の格差を促し、チャンスとリスクの両方をもたらします。

全体としては、2021年にパンデミックの影響が解消に向かうと、社債には追い風が吹く一方で、イールドカーブのスティープ化圧力は高まるでしょう。しかし、この移行ペースに関わらず、新興国市場、特にアジアはファンダメンタルズでみて有利な立場にあります。アジアはウイルスの制御に優れており、最も被害を受けた新興国の大部分は南半球にあり、これから夏の暖かい時期に向かっています。新興市場はまた、より強固な構造的成長と若年層の人口増加の恩恵を受けています。これらの理由から、私たちはアジアのクレジットと新興市場の企業を選好しますが、先進国市場の企業にもポジティブな見通しを維持しています。

## 政策：FRB 主導

政治的な動きやパンデミックの状況の変化は政策に大きく影響し、これらの要因はいずれも単独で捉えることはできません。しかし、債券市場にとっては、世界の中央銀行、特にFRBの並外れた影響力と、2021年に向けた大規模かつ拡大する金融刺激策が最も大きな影響を与えると思われます。景気刺激策に関しては、はるかに小規模な財政パッケージと、ほとんどのプログラムを延長する可能性が高いFRBとの組み合わせが期待されているため、ワクチン楽観論に端を発した追加的なイールドカーブの急騰を抑えることができるはずですが、予想されていた影響の大部分が前倒しされているため、2021年には、緩やかなスティープ化が進むと予想しています。

政策金利はしっかりと留め置かれており、それ以上の期間ではないにせよ今後3～5年はマイナスの実質金利環境で推移することは明らかです。当面の問題は、イールドカーブがスティープ化するか、そしてどの程度スティープ化するかでしょう。答えは簡単です。イールドカーブは2021年にはFRBやその他の中央銀行が望む方向に向かうでしょう。長期的には、イールドカーブが成長率、インフレ率、適切なタームプレミアムに対する期待を反映した世界に戻るかもしれませんが、今後数年間は、イールドカーブは中央銀行とその目標によって大きく左右されるでしょう。

これらの政策により、クレジットを選好する一方でリスクフリー・カーブにおける「レンジ取引」という私たちの戦略が決まりましたが、現在のバリュエーションでは、クレジット・スプレッドの更なる圧縮の可能性は低下しています。

## 重要なポイント

政治、パンデミック、金融・財政政策の変化の中で 2021 年のポジショニングを評価するにあたり、以下の確信のもと、クレジット・リスク・エクスポージャーにポートフォリオをティルトさせています。

- － アジアおよび新興国市場のクレジット・リスクに相対的なバイアスをかけます。
- － 先進国市場における投資適格（IG）クレジット（特に BBB 格）と IG 未満のレバレッジド・ファイナンス・クレジットの両方について、ポジティブな見通しを維持するものの、レバレッジド・ファイナンス・セグメントの最も信用力が低い領域へのリスク選好度が低下するため、シングル B 格の領域を選好します。
- － 特に新型コロナウイルスの影響を受けている企業を中心に、リスクとオポチュニティの乖離から生じる銘柄選択によるアルファ創出を目指します。
- － 国債イールドカーブのロングエンド・セグメントの「レンジ取引」。利回りはレンジから大きく外れることはなく、むしろ一過性のボラティリティを示しながら、徐々に上昇するとの見方をとります。

中央銀行は、迅速かつ強力な行動をとることにより下方テールリスクを抑制し、今後数年間にわたって、マイナスの実質金利を容認するでしょう。その結果、2021 年に予想される大きな長期的な変化は、リスク・プレミアムの低下であり、この傾向は今後 5~10 年間続くように見受けられます。

## 2021 年 Outlook

### 株式

ペントアップ需要が好調な先行きを示す

著者：

**Anik Sen**

株式部門グローバル・ヘッド



## ペントアップ<sup>o</sup>需要が好調な先行きを示す

- ◆ ジョー・バイデン氏の勝利によって、2021 年に向けて株式市場にとっての不確実性の源泉の一つは取り除かれましたが、米国上院のコントロール、パンデミックの動向、世界的な政策対応、新型コロナウイルスワクチンのタイミング等が、今後数カ月にわたって、金融市場を動かすでしょう。
- ◆ 株式市場は、新型コロナウイルスの感染拡大がもたらした深刻な外生的衝撃にもかかわらず、迅速で強固な政策対応と流動性強化のための企業行動により、年初よりも高い水準で 2020 年を終えようとしています。
- ◆ 私たちは、抑制された需要の解放等の追い風が来年の株式市場の上昇要因となり、2021 年はより銘柄選択主導型の市場となり、2020 年の「目に見える成長」に限定された狭い市場から脱却すると考えています。
- ◆ また、株式市場は、市場の広がりやファンダメンタルズの回復の始まり、そして財政・金融政策の拡大継続に支えられるでしょう。収益の更なる上方修正やバリュエーションの上昇も市場を押し上げるとみえています。
- ◆ 株式は、他の資産クラスに比べて、社会や世界を形成する強力な変化への最大の投資の窓口を提供しています。これには、中国とインドにおける消費者の富裕化、デジタル化対応の加速、（効率性と気候に焦点を当てた）事業投資サイクルの拡大、地域市場から飛躍し国際的にも競争力を持つ企業の出現などが含まれます。

米国大統領選でジョー・バイデン氏が勝利したことで、2021 年に向けての株式市場の不確実要因の一つはなくなりましたが、その他の要因は依然として残っています。米国上院のコントロールについては、1 月上旬のジョージア州の 2 議席の選挙までは判明せず、パンデミックの動向、世界的な政策対応、新型コロナウイルスワクチンの承認と配布の時期は、今後数カ月間にわたって、金融市場を動かすでしょう。

新型コロナウイルスが世界経済や世界市場に非常に深刻な外生的ショックを与えた激動の一年も終わりに近づいていますが、株式市場は全般に年初よりも高い水準で終わろうとしています。これは、財政・金融当局による大胆な対応や、記録的に短時間でのワクチン開発の進展に加え、流動性強化のための企業の迅速な行動が寄与したものです。しかし、2020 年の株式リターンのは半分は、株価指数の上位を占める一握りの超大型株銘柄の上昇によるものです。このことは、リスクとチャンスの両方をもたらす、潜在的なアルファを引き出すための銘柄選択主導型の市場の到来を示唆しています。

## 2021 年の株式市場への追い風

2021 年に向けての環境は、次の 5 つの主要な理由から、株式にとって非常に好ましくなると考えられます。

- 1. 改善し始めた株式市場の広がり** – 現在、株式指数における集中度が高まっており、上位 10 銘柄の比率は S&P500 指数で 28%、MSCI オールカントリー・アジア（除く日本）指数で 36%、インドや韓国等の株式指数では更に高い水準にあります。この分散効果の喪失に対して、投資家は、真にアクティブでベンチマークを意識しない株式投資戦略に資金配分することで対処することができます。景気回復が続き、ウイルスの抑制が進むにつれ、市場の広がりには改善し始めていますが、いくつかの株価指数が史上最高値に近い、あるいは最高値を更新する一方で、2020 年に上昇している銘柄は平均して 40%のみです。循環的要因が強く、ウイルスの影響を受けている業界は、年初からの大幅で急速な人員削減を受け、現在の小幅な利益見通しを上回り、これが来年の株価を押し上げることになるでしょう。
- 2. 抑制された需要の解放** – 2021 年は、設備、アップグレード、新技術への投資のペントアップ需要がようやく見えると予測します。企業の経営陣は、マクロ経済の不確実性への対処に数年を費やしており、少なくとも 2018 年以降、中国でのハードランディング懸念から始まり、2019 年の米中貿易戦争、2020 年のパンデミックが、投資の意思決定を抑圧してきました。公表された稼働率の数字にもかかわらず、現在では、自動化とデジタル化を取り入れている低コストの新興企業との競争が激化しているため、産業用設備の多くは陳腐化していると推測されます。「アニマル・スピリッツ」が回復するにつれて、再生可能エネルギー、自動化、設備の更新に莫大な投資が必要とされ、強力なガバナンス、持続可能なビジネスモデル、健全な財務状況、バリュエーション面でのサポートの恩恵を受けている企業に資本が再び還流すると考えており、2021 年にはさらに銘柄選択主導型の市場となり、2020 年の「目に見える成長」に限定された狭い市場からの脱却が展望されます。
- 3. 力強いファンダメンタルズの回復の始まり** – ソーシャル・ディスタンス政策の影響を直接的に受けていない小売業の大半は力強い上昇を見せており、高頻度データは、第 4 四半期以降の好調を示しています。米国では航空貨物の料金が過去数週間でほぼ 2 倍になり、出荷能力はほぼ限界に達しています。これは、企業が大量の在庫補充を行い、サプライチェーンの上流から下流までの企業に利益をもたらしていることを示しています。これらのシグナルは、予想を上回る 7-9 月期決算に裏打ちされ、営業利益率は顕著に増加しています。営業利益率の上昇は主に経費節減によるもので、企業のデジタル化戦略の加速につれてその持続性が明らかになるでしょう。

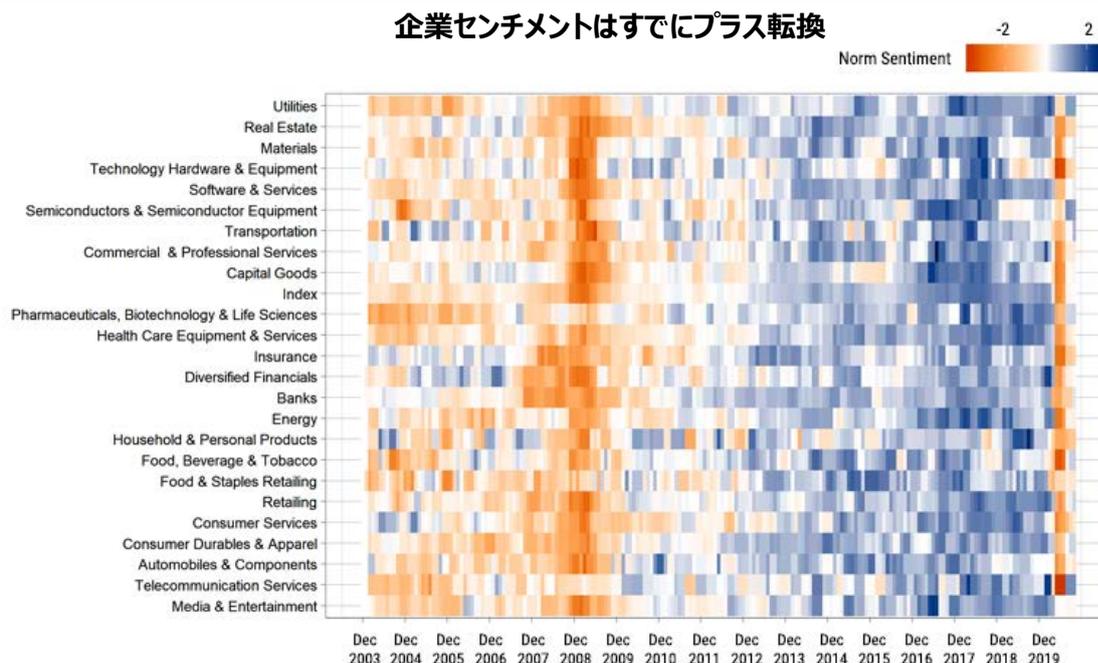
中国は、ウイルスに最初に反応し最初に抜け出し、既にプラス成長領域に回帰しています。中国の大手 e コマース企業による 2020 年 11 月のオンライン・グローバル・ショッピング・フェスティバル期間中の売上高は、741 億ドル（前年同期比 26%増）でした。インドでは、過去数カ月の新型コロナウイルスの増加が再び収まり、経済活動も回復基調にあり、電力消費量は前年同期比 2 桁増となりました。

しかしながら、世界的な景気回復に対する短期的に大きなリスクは、米国が感染率の急上昇で欧州に追随し、再び厳しいロックダウンに頼らざるを得なくなっていることです。モビリティ・アプリの高頻度データは、人の移動がここ数週間で急激に減少したことを示しています。当社では、特に開発中の複数のワクチンの第 3 フェーズの治験と更なる財政・金融刺激策のような肯定的なニュースが続けば、株式市場は更なる上昇に向かうと予想しています。

- 4. パンデミックの影響に対処するため、集中的に金融・財政政策を実施** – パンデミックの初期において、2008 年以降の回復期からの経済危機管理におけるバーナンキ=ガイトナーの原理と呼ばれる、1.迅速な行動、2.中央銀行と財務省の連携した行動、3.市場の信認を得るために、問題の規模を大幅に上回る解決策をもって「思い切りやる」という3つの必要な要素が確認されました。そしてそれが、これまで見てきたことです。2020 年 2 月以降の財政・金融刺激策の合計は 27.11 兆ドル（Cornerstone Macro 社によると）、世界全体の GDP の 31.3%に達し、特に欧州においては世界金融危機（GFC）時の対応をはるかに上回っています。今後の財政刺激策の程度には疑問が残るものの、中央銀行と政府の強力な行動は、この危機を超えた先への架け橋となり、われわれが見てきた「押し目買い」的な市場心理が持続すると予想する主な理由となるでしょう。
- 5. 利益予想とバリュエーションの上昇** – 投資銀行のアナリストたちは、おそらく 2008 年以降、現在のロックダウンの影響を受けた年だけでなく、2021 年と 2022 年に向けても、利益予想をあまりにも厳しく、また時期尚早に下方修正しています。例えば、S&P500 指数の推計値は、2020 年では 30%近く、2021 年では 17%、2022 年では 13%減少しています。大規模なロックダウンによる景気後退には歴史的な参考事例がないことを踏まえると、これらの見積もりは、誤った企業収益モデルを反映していると考えられます。

当社の見解では、通常の景気後退で発生するような余剰が発生しない外生的なショックが生じる場合、インデックス水準で将来にわたって利益予想の引き下げを行うことは正当化されません。実際、利益予想はすでに世界中で上昇しています。この傾向は今後も続く予想され、不確実性が取り除かれるにつれてさらに加速することから、企業はより自信を持って前進できるでしょう。下図のように、上場企業の経営陣が事業の見通しに前向きな動きを見せていることは、当社独自のマシンリーディング（多数の決算解説の自然言語処理を使用）によってすでに検出されています。このことは、景気後退の底値からわずか 6 ヶ月後に起きており、過去の景気後退、特に金融危機時と比べて非常に短期間です。

### 企業センチメントはすでにプラス転換



出所: 2020 年 10 月 31 日現在の企業決算説明会資料より PineBridge Investments 作成。

同時に、インデックスのバリュエーションも主要市場全てにおいて上昇し、現在では 3 年および 10 年の中央値を大きく上回っています。この大部分は、投資家のリターン追求の動きによるものです。現在発行されている約 15 兆ドルのマイナス利回りの債券と債券市場の超低利回りは、明らかに、株式コストの低下を通じて株式バリュエーションを押し上げています。

これらのシグナルは総合していずれも 2021 年の好調な株式市場を示唆しています。中央銀行は先行きを過剰に警戒し、市場の広がりや改善し、収益予想も持ち直しています。さらに、株式コストが債券利回りに比べて依然として高いことを考えると、株式のリスク・プレミアムはさらに低下する可能性があります。しかし、前向きな見方にもかかわらず、中央銀行が何の理由にせよ、債券利回りの上昇を容認するならば、特に成長株の株価収益率は急速に圧力を受け、それが株式市場全般の調整につながるという警戒を付け加えておきます。

## ポジショニングについての示唆

さまざまな株式市場間のリターンの差異は、今やその地域（「カントリー・ファクター」）の関数ではなくなり、業種や個別銘柄の構成でより大きくなっています。例えば、当社のライフサイクル・カテゴリー・リサーチ（LCR）アプローチに基づいて各インデックスを同質的な株式のグループに分解すると、リターンの差異はインデックスにおける各 LCR カテゴリー・ミックスによって大部分が説明されます（LCR のカテゴリーでは、商業活動や産業活動に関わらず、マクロ循環性やライフサイクルの成熟度に対する感応度によって、銘柄のユニバースを 6 グループに分類）。

重要なのは、スタイル・バイアスを避けるために運用される「コア」ポートフォリオにおいて、アルファの機会が銘柄選択によってもたらされることです。すなわち、どこの市場に上場されていたとしても、最良の銘柄を探し出すことであり、ポートフォリオ構築によってスタイル・ニュートラルを達成するために最適な銘柄数を保有することです。このアプローチは、投資機会の大きな窓口を開き、多くのエキサイティングな企業を所有することを可能にします。その多くは、急速に変化する世界で投資家が投資機会を活用できるような株式の保有であり、これらの企業の多くは無借金であるか、レバレッジが極めて小さいため、その見直しには説得力があります。

もう 1 つの方法は、ある株価指数はその構成により他の株価指数よりも景気循環的であるということを理解した上で、さまざまな株価指数にトップダウンでアロケーションを行い、シャープなスタイル・ローテーションを行うことです。このアプローチの課題は、特に、市場が中央銀行や政府の政策に大きく影響される場合には、スタイル・ローテーションのタイミングをとることが困難であり、ベータの上昇は短期間で、急激な傾向があるため、機動性が鍵となることです。このことを踏まえると、今後数カ月間に株式市場は堅調に推移するとの見通しのもとでも、銘柄選択によりアルファを追求することを強く選好します。

いくつかの強力な投資テーマが、2021 年以降の当社の銘柄選択のベースを形成しています：

**中国とインドの消費者の富裕化** この世界的なテーマにおいて、今後 10 年以内に市場に参入する中間所得層は米国の総人口の規模に相当します。

**ハイエンドとデジタルプラットフォームに集中したテクノロジー** デジタル化の加速は、より大きな電子商取引のプラットフォームに好影響を与えるとともに、パンデミックの永続的なレガシーとなるでしょう。ハイエンドのテクノロジー・プロバイダーだけが価格決定力を維持し、サプライチェーンの多くのプロバイダーは市場シェア拡大あるいは防衛のために競争し続けます。

**事業投資サイクルの上昇** 過去数年間、マクロ経済の不確実性のため、企業経営者は事業投資についての確信を持てずでしたが、多くの産業用設備において、競争力維持のために必要な高レベルの自動化や生産性向上のための設備の高度化が今後必要になると考えられます。

**世界的に競争力のある企業** ワールドクラスの企業は、どこに上場していても市場シェアを奪っています。特に中国やインドではそうした企業が台頭しており、数年間の高成長につながるグローバルな拡大戦略を執行するでしょう。

ニュースやセンチメントの変化は今後数カ月間にわたって株式市場を動かすでしょうが、2021年は、今日、明日の最も有望な企業に投資する好機になると考えています。

## 2021 年 Outlook

### レバレッジド・ローン

展望が明るくなるにつれて、注目すべき 10 のトレンド

著者：

**John G. Lapham III, CFA**

レバレッジド・ファイナンス部門共同責任者



## 展望が明るくなるにつれて、注目すべき 10 のトレンド

- ◆ 世界的な低金利、あるいはマイナス金利が続く中、現時点での管理可能なデフォルト水準を前提にすると、魅力的な価格水準にあり良好なリターンを期待しうるレバレッジド・ローンは、2021 年も投資家にとって魅力的な投資対象であると考えています。
- ◆ 当社が注目する主なトレンドとしては、クレジットに対する機関投資家の需要の増加、CLO 組成の活発化、そしてローン発行体の積極的な行動を許容する、より緩やかなコベナンツ・ライト・クレジット契約の増加が挙げられます。最近のレスキュー・リファイナンスの件数を考えると特に後者の点は関連があります。
- ◆ パンデミックは、来年にかけて世界経済回復の制約となり、選挙後の米国の経済政策や外交政策の変更は、広範な影響を及ぼす可能性があります。特に中国、欧州、そして、エネルギー、ヘルスケアをはじめとする特定の産業分野との貿易関係については、この傾向が顕著です。
- ◆ レバレッジド・ローン市場におけるベータからアルファへの投資機会のシフトは今後も続くと思われるため、銘柄選択は引き続き重要です。

投資家を容赦なく打ちのめした 1 年が終わりを迎えますが、2021 年はクレジット市場において平均以上のリターンが期待できるとの楽観的な見通しを持っています。

市場は、強力な金融・財政政策、行動変化や科学（検査やワクチンを含みます）によってウイルスを打ち負かせるという自信、そして、投資家がこれまでの市場の混乱から「押し目買い」の戦略を遂行したことを反映して、新型コロナウイルスに関連した春先の混乱から急速に反発しました。また、レバレッジド・ローン市場にとって重要なことは、低金利からマイナス金利の環境下で投資家が投資リスクを取る意欲（または必要）を伴って世界的な資金余剰が続いていることです。これらの傾向は、魅力的な利回りとプラスのコンベクシティを提供する高利回りのレスキュー・リファイナンスが急速に利用可能になったことにも表れています。

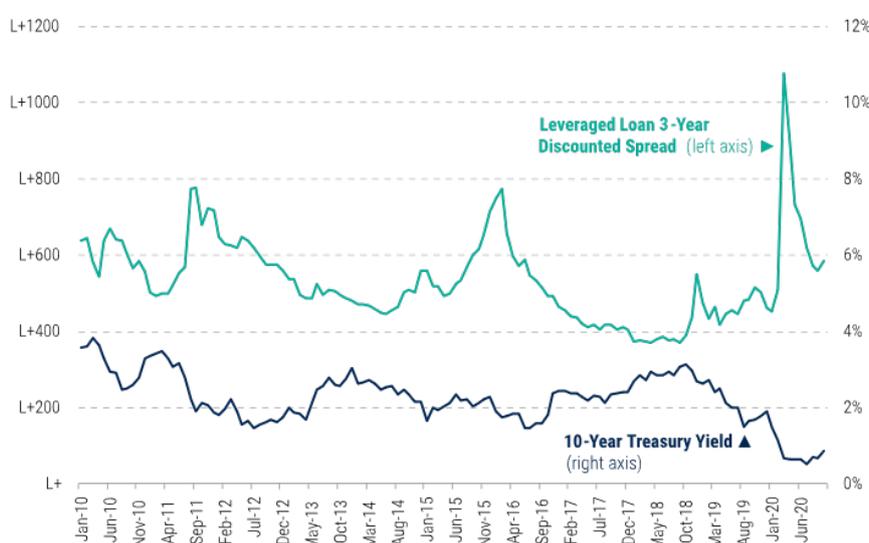
この先 12 カ月間を展望すると、リスク見通しを考慮したレバレッジド・ローンの価格は、魅力的であり、良好なリターンの可能性を提供すると思われます。レバレッジド・ローンの利回りは今後 1 年間で 4%~5%程度<sup>4</sup>になると見込んでおり、世界的な低金利からマイナス金利への一般的な流れを踏まえると、注目に値する見通しです。さらに、クレジット市場のデフォルトは、3 月、4 月時点での悲観的な予想を下回っており、パンデミックの影響以前から弱体化していたエネルギーと小売の 2 つのセクターに集中し続けています。レスキュー・リファイナンスは、デフォルト率が予想を下回った大きな要因であり、今後注目すべき分野です。このような環境下では、銘柄選択は依然として重要です。

2021年には主要な10のトレンドがレバレッジド・ローン市場の原動力となると予測しています：

1. **クレジットに対する機関投資家の需要の増加** – 少なくとも今後2年間、世界中の金利が低水準からマイナス金利にとどまる可能性が高い中、ローン市場におけるオファー・スプレッドは、特にこれまでのデフォルト動向を踏まえると、特に魅力的に思われます。B格債のスプレッドが520bps<sup>[2]</sup>で、5年物米国債利回りの約600%に相当することから、この市場におけるリスク・プレミアム（信用スプレッド）は依然として魅力的です。さらに、為替ヘッジコストの低下とベースレートではなくスプレッドにフォーカスしたネットイールドの観点から、米国以外の投資家からの追加的な需要が見込まれます。

### 無リスク金利に比べてローン・スプレッドは魅力的

S&P LSTA レバレッジド・ローン・インデックス 3年物ディスカウント・スプレッド対 10年米国債利回り



2020年10月31日現在。出所：3年割引スプレッド—LCDcomps.com「SPLSTA LLI Factsheet.」、10年米国債利回り—ブルームバーグ。説明のためのものです。本資料に基づき何らかの行動を勧誘・勧奨するものではありません。上記は PineBridge Investments の見解であり、変更される可能性があります。

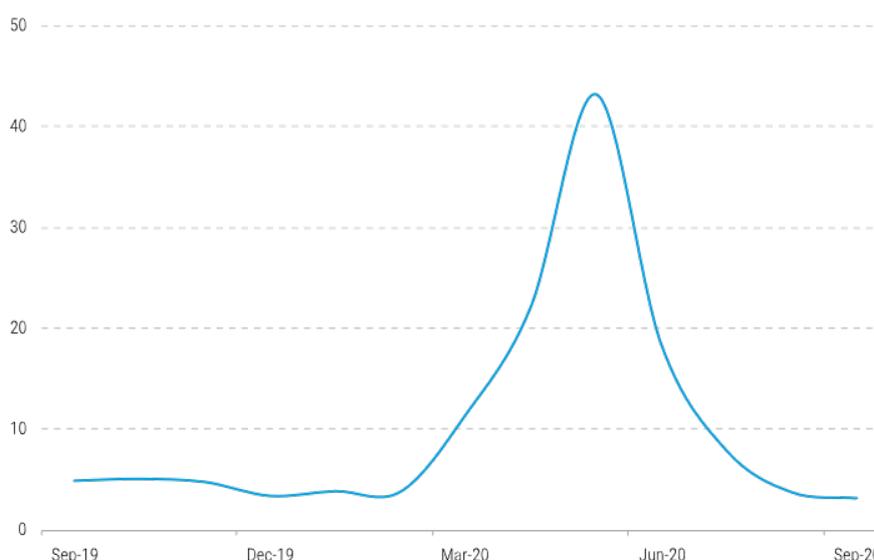
2. **活発な CLO の組成ペース** – ローン担保証券（CLO）は、レバレッジド・ローン市場の約60%を占め<sup>[3]</sup>、この分野の動向は極めて重要です。パンデミックの早い時期に低迷した後、CLOの発行は2019年のペースの約70%まで回復し、少なくとも年末までは活発な動きが続くと見込まれます<sup>[4]</sup>。CLOは、2008年から2009年にかけて（保有者にとって大きな価格変動をもたらすにもかかわらず）耐久性のある投資であることが証明され、クレジットにかかるストレスを乗り越える可能性はさらに高いと思われます。これらの自信は、大不況の教訓を生かしたビークルの構造と、最も問題のあるエネルギーと小売り分野を避けながら、ポートフォリオをより広範囲に分散させ、問題のある分野では早期に損失を小さくしようとする CLO マネジャーの意欲の両方に支えられています。さらに、CLOは投資家が望むリスク水準を、信用リスクがゼロに近い AAA トランシェから、最も低い株式に類似するトランシェまで選択することを可能にします。これは、リスクの主要な源泉である新型コロナウイルスの経済への影響の予想される期間と程度について、見解が幅広く分かれていることを考えると、特に魅力的な属性です。

3. **市場規律の変動** – かなり緩やかなコベナンツ・ライトのクレジット契約の増加傾向は、発行体が積極的な行動に向かう可能性があり、その点は、十分に実証されています。3月にクレジット市場が急落した際、ローンの投資家は過去2~3年続いてきたコベナンツ・ライトによる市場規律の欠如を嘆きました。そして、クレジット市場縮小時に一般的に起こるように、多くの参加者は、回復の最初の数か月間、貸出条件の厳格化を目の当たりにしました。しかし、最近では、より緩やかな条件のものが再び増加しています。これらは、2009年以降に見られたコベナンツ・ライト構造に加えて、発行体に多額の配当の支払いや、主要資産をレンディング・グループの担保権から遠ざけることさえ可能にするような条件など、より問題のあるものにまで及んでいます。ローン・マネジャーはこれらを注意深く見極める必要があります。
4. **貸し手がより積極的な行動をとる可能性** – 今や市場では、より多くの大規模でオポチュニスティックな負債性資本取引が活発になっています。この資本の一部は、伝統的なディストレス債の発行で調達されましたが、その多くは、ヘッジファンドや伝統的なエクイティ・スポンサーがローン市場に参入したことによる自然な流れです。この資本は、多くの場合、本来なら債務不履行に陥っていた企業の救済に使われました。しかしながら、以前であれば資本が強制的に投入された際には、ローンのマネジャーには選択肢はほとんどなく、コベナンツの緩和や保有証券に対する低い掛け目を受け入れざるを得ないケースがほとんどです。このような状況を先取りして捉えることは、トレーディングやストラクチャリングの損失を避けるために不可欠と思われます。
5. **レスキュー・ファイナンス後の企業のパフォーマンス** – 前述したように、多くの企業は、新型コロナウイルスによるロックダウンを乗り切るための流動性を確保し、時間を稼ぐために、レスキュー・ファイナンスを実行しました。こうした動きにより、デフォルト率は当初の予想を大幅に下回る水準にとどまったものの、企業の存続可能性に疑問を抱かざるを得ないほどの負債を抱えることになりました。これは来年注目すべき重要な分野であり、従って、銘柄選択がより重要です。
6. **ベータからアルファへの機会のシフト** – ベータに基づく投資機会が豊富にあった3月以降の大幅な上昇により、現在、ローンの投資家は銘柄選択に軸足を移さなければならなくなりました。理論的には、ローン価格が平均約93<sup>5</sup>、スプレッドが過去の水準をはるかに上回るなど、大きな上値余地はありますが、魅力的なリターンへの道筋は険しいものになるかもしれません。先行き不透明な経済を乗り切るためには、スキル、経験、規律が必要です。
7. **大統領選後の経済・外交政策の変更** – バイデン政権と分断された米国議会は、短期的な財政出動と長期的なマクロ経済状況の両方に影響を与える政策転換を推し進める可能性があります。これらの変化は、貿易（特に中国、欧州）ならびに特にエネルギーおよびヘルスケア等の特定の産業分野に広範な影響を及ぼすと思われる外交政策への関与において最も顕著になるでしょう。これらの変化の程度は、まだわかっていませんが、ローン市場全体に大きな影響を与える可能性があります。
8. **パンデミックが引き続きマクロ環境に影響** – 新型コロナウイルスは来年にかけてグローバル経済回復の制約となる可能性があります。本稿執筆時点で、コロナウイルスの感染再拡大は、世界的な景気回復を再び遅らせる脅威になっています。そのことは言うまでもなく、主要なワクチン候補のいくつかは、少なくとも90%の有効性を示したという初期の知見は、より多くの、かつより優れた検査および治療への進歩とともに、慎重ながらも楽観的になる材料を提供してきました。しかしながら、このパンデミックの動向は、2021年のローンのマクロ環境及びクレジット状況の主要な変動要因となるでしょう。

9. **格付機関の動向** – CLO からの需要が重要であることや、大半の CLO が B3/B-格以下のローンを購入できないことなどを勘案すると、ローン価格も格付会社の動きに大きく左右されます。格付機関は今年の春後半に広範囲にわたってローン市場の格付けを引き下げ、この動きは 5 月以降急速に鈍化したものの、コロナウイルスの感染増加がさらなるロックダウンを招いた場合、格下げの動きが再び広がるかどうかは依然として不透明です。

### 格下げペースは 5 月以降大幅に縮小

米国レバレッジド・ローン：格上げに対する格下げの比率



データは 2020 年 9 月 23 日現在で 3 カ月ローリングされています。出所：S&P Global Market Intelligence、LCD、S&P/LSTA Leveraged Loan Index。本資料に基づき何らかの行動を勧誘・勧奨するものではありません。上記は PineBridge Investments の見解を表すものであり、変更される可能性があります。

10. **より規模が大きく流動性の高くなったローン市場。**レバレッジド・ローン市場は現在、2008 年の市場規模の 2 倍に当たる約 1.2 兆ドルに達しています<sup>6)</sup>。従って投資家は、分散されたポートフォリオを構築や維持をしたり、コロナウイルス関連のリスクやその他の構造的リスクを伴うセクターを回避したりするなど、より多くの選択肢を持っています。市場の成長、そして、非常に多くの機関投資家にとって魅力的な資産クラスに成熟したことによって、その流動性は大幅に高まりました。一般に、ローン市場の半分以上でビッド・アスク・スプレッドは 75bps 内に収まっています（しかしながら、ローン市場とハイ・イールド債市場の流動性は、システミックなストレス時に大きく縮小する傾向があることに注意すべきです）。

### 投資機会は訪れるが、銘柄選択が最も重要

2021 年に向けて当社は、世界的に低金利からマイナス金利が続く中、これまでの管理可能なデフォルト水準を前提にすると、レバレッジド・ローンが魅力的な価格と良好な潜在リターンを備え、投資家にとって引き続き魅力的であると考えていま

す。しかし、継続している不確実性やパンデミックやシャットダウンの影響がセクター間や個別企業間で大幅な差異があることは、積極的な銘柄選択が最も重要であることを意味します。

当社は、1兆ドル以上のローン市場の中で、より広範にシンジケートされたローンに焦点を当てており、流動性は依然として極めて重要であると考えます。流動性の高い資産ほど、トレンドの変化に合わせて迅速に取引を行う柔軟性が高まります。不安定な市場で適切な機会を見つけ、活用するためには、ストレス下にある市場と困難に陥った市場での豊富な経験が必要であり、予測不可能な市場環境を先取りするためには不可欠です。

#### 出所

[1] PineBridge Investments 算出、2020年11月18日現在。

[2] LCDcomps.com、"LLI Discounted Spreads"、2020年10月30日現在

[3] JP Morgan North America Credit Research、2020年11月9日現在

[4] LCDcomps.com「CLO Historical Stats」、2020年10月31日現在

[5] LCDcomps.com、"SPLSTA Factsheet"、2020年10月31日現在

[6] LCDcomps.com、"SPLSTA Factsheet"、2020年10月31日現在

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、本資料に基づき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。

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。本資料は秘密情報、専有情報及び営業秘密を含むことがあります。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、示された日付時点の運用者の意見を表したものであり、予告なく変更されることがあります。本資料で示された見解や基本的なポジションが、プレゼンテーション日以降も維持される保証はありません。当社は、本資料に基づき特定の行動を勧誘・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。

本資料および資料中の情報は、有価証券の勧誘や金融アドバイスに該当するものではなく、それを意図したものでもないことをご了解ください。本資料で参照されている証券、商品およびサービスは、すべての法域で許認可を得ているわけではありません。特に明記されていない限り、規制当局や政府当局は、本資料や本資料が示す商品やサービスの検討はしていません。本資料および資料中の情報は、適用法令が定める規制・制限に準拠して提供されるものです。本資料は、機関投資家および適格機関投資家向けです（なお、「機関投資家」、「適格機関投資家」の定義は、証券が販売される法域の法令に従います）。本資料は、情報提供のみを目的として提供されるものです。厳秘扱いをお願いします。いかなる形式でも複製は禁止です。本資料の情報に基づいて行動される前に、関連する法域で適用されるすべての法令の確認と遵守、並びに必要に応じて独立のアドバイザーからの助言を得て下さい。本資料は、表紙の宛名人のみに向けられたものであり、他の第三者（但し、宛名人の従業員、代理人、コンサルタントを除きます）に配布、転送、または提示することはできません。

各国別ディスクロージャー：

オーストラリア： 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。

ブラジル： PineBridge Investments は、ブラジル証券委員会（CVM）から投資運用サービスを提供する許可は受けておらず、投資運用サービスをブラジルの一般投資家に提供・販売することはできません。投資運用サービスに関する資料および含まれる情報を一般に提供することはできません。

チリ： PineBridge Investments は、投資一任業の登録・許認可を受けておらず、チリの証券委員会（Comisión para el Mercado Financiero）の監督下にはありません。チリでは、投資一任サービスをチリの一般投資家に提供することはできません。

コロンビア： 本資料は、コロンビア居住者への商品の販売やサービスの提供を目的としたものでも、それらを開始するものでもありません。PineBridge Investments (PBI) がその商品やサービスを、コロンビア国内で、コロンビア居住者に対して勧誘・販売するためには、勧誘・販売行為が 2010 の法令 2555 並びに外国の金融商品・証券関

連商品やサービスの勧誘に関するその他の法令を遵守する必要がありますが、PBI は、コロンビア金融監督局 (Sfc) やその他の監督官庁からコロンビア国内で金融商品やサービスの勧誘・販売を行うための許可は受けてはおりません。コロンビア居住者が本資料を受領することは、PBI による勧誘や宣伝によるものではなく、ご自身の主導で PBI に連絡した結果であることをご認識ください。コロンビア居住者は、(1) 本資料の受領は PBI による金融サービスの勧誘に該当しないこと、(2) PBI から直接または間接的にも金融商品やサービスの勧誘を受けていないことを了知・表明しています。

ドバイ：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：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。香港：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り、証券・先物取引監察委員会 (SFC) から認可を受けその規制下にあります。本資料は SFC による審査は受けておりません。

アイルランド：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から認可を受け、その規制下にあります。

イスラエル：PineBridge Investments は、イスラエルの投資助言法に基づいた許認可の取得や付保はしておりません。

日本：本資料は、有価証券の多人数向け勧誘のための資料ではありません。本資料中で言及される「権利」は、金融商品取引法第 4 条 1 項の規定に基づく届出は行われておらず、届出が行われる予定もありません。権利の取得の申込みの勧誘は同法第 23 条の 13 第 1 項に規定される「適格機関投資家向け勧誘」に該当します。本資料は、金融商品取引法第 2 条 3 項 1 号で定義される適格機関投資家に向けたものです。なお、権利の取得は、権利の(i) 適格機関投資家以外への譲渡禁止と (ii) 転売制限が付されていることの告知をしない転売の禁止についての同意が条件となります。

クウェート：いかなるピークルのいかなる証券の勧誘も、クウェート資本市場局およびその他関連のクウェートの政府機関の承認を受けてはならず、CMA 法 (Establishment of the Capital Markets Authority and the Regulating Securities Activities) 2010 の法律 7 号に基づく公募には該当しません。本資料は厳秘であり、次の要件を満たした限られた数のプロの投資家向けです：A) CMA 法の 2015 年施行規則 No. 72 のモジュール 8 の第 2 条 6 項に定義される「Professional Clients」の基準を満たすこと；B) 本資料の発行が投資家の要望によるものであり、クウェートの資本市場局その他関連のクウェートの政府機関の許認可も登録も受けていないことへの理解を確認した上で発行されるものであること。なお、資料を宛先人以外へ提供すること、複製すること、目的外利用をすることは固く禁じられています。

マレーシア：PineBridge Investments Malaysia Sdn Bhd はマレーシア証券監督当局 (SC) により認可を受けその規制下にあります。本資料は SC による審査は受けておりません。

ペルー：本資料で言及される権利は、ペルーの一般の投資家向けではありません。ここに記載されている権利・金融商品は、ペルーの資本市場監督機関 (Superintendencia del Mercado de Valores およびリマ証券取引所 (Bolsa de Valores de Lima) に登録・認可されたものではなく、今後も届出の予定はありませんので、ペルーの証券取引法令でプライベート・オフリング等に該当しない限り、ペルー国内で勧誘・販売することはできません。権利の勧誘・販売は、ペルーおよびその他の法域の証券法に準拠しない限りできません。機関投資家は投資判断にあたり、発行条件をご確認の上、投資の可否をご自身でご確認ください。本資料の内容は、一般的な情報提供のみを目的としています。本資料に含まれている情報は参考のためのものであり、オフリング、勧誘、推奨に該当するものではありません。いかなる判断の根拠とされるべきものではありません。本資料は、変更される可能性のある公開情報に基づいて作成されています。ペルーにおいて、本資料で提供される情報は、銀行業等のライセンスがない限り、パインブリッジが提供したサービスには該当しません。

シンガポール：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。本資料は個人投資家に適切ではない可能性があります。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。

スイス：PineBridge Investments Switzerland GmbH はこのコミュニケーションをファイナンシャル・プロモーションと分類し、プロの投資家のみを対象としています。

台湾：PineBridge Investments Management Taiwan Ltd は、台湾証券先物局 (SFB) によって認可を受けその規制下にあります。本資料は投資家に適合しない可能性があります。また本資料は SFB による審査や承認を受けたものではありません。

英国：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。

ウルグアイ：証券の販売は、ウルグアイ法 18.627 のセクション 2 に基づく私募の対象となります。本資料の発行者は、ウルグアイの一般投資家に向けたオフリングや販売をしたことはなく、今後もその予定はありません。この証券は、公募のためのウルグアイ中央銀行への登録はされておらず、今後も登録の予定はありません。本資料で言及される有価証券は、ウルグアイの法律 16,774 (1996 年 9 月 27 日改正) で規制されていない投資ファンドに該当します。

2020/3/31 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。

### 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](http://www.pinebridge.co.jp)