

グローバル・アウトルック

2018年5月





はじめに



クレイグ・ホイダ

マルチアセット運用部門
シニア・クオンツ・アナリスト

政治問題を語る際に、一週間が「長期」であるなら、そして市場にとってはまるで「一生」であるなら、6ヶ月が「永遠」に感じられてもおかしくはありません。6ヶ月前の2017年11月、米国との緊迫した応酬の末に、北朝鮮がミサイル発射実験に踏み切るのを世界は目の当りにしました。欧州では、イタリア総選挙が近づくに連れて、政治リスクが再び市場の注目点となりました。時は流れて2018年5月、米国と北朝鮮の歴史的な首脳会谈の実現が期待されています。一方イタリアでは、混乱が收拾され新政権が成立する見込みはあるものの、夏までに再選挙となる可能性も残されています。世界全体がいつにも増して良好な環境に置かれている現在、投資家にとっては、一旦立ち止まり、ファンダメンタルズの視点からマクロ経済や市場について検証できる機会が訪れているのかもしれませんが。しかし一方で、こうした環境が急速に変化する可能性があることも忘れてはなりません。

グローバル・インベストメント・グループ（GIG）が最近開催した四半期ミーティングでは、政治と企業収益の問題が主な論点となりました。投資家は企業業績を左右する様々な要因に細心の注意を払うべきであると、グローバル戦略部門ヘッドのアンドリュー・ミリガンは指摘しています。企業の収益は世界のマクロ経済環境の影響を受けますが、米国の税制改革や、規制強化、貿易政策などもすべて、収益に影響を及ぼす副次的な要因となり得るためです。

投資家は市場のファンダメンタルズに影響する経済の変動要因について、現状を評価し、将来を予測することによって、資産配分を決定します。しかし世界経済に関する基本的な見方を一旦固めたとしても、政治など他の様々な要因によって、現実が予想した道筋から外れていく可能性があることを認識しておかなければなりません。この点に関し、チーフ・エコノミストのルーシー・オキャロルは、多様なシナリオを概説したうえで、各シナリオが成長率予想、インフレ予想に及ぼす影響をモデル化し、様々なショックによって、経済がどのような方向に、どの程度の確率で進むかを詳述しています。

政治や政策は、市場を動かしたり、市場にブレーキを掛けたりする潜在的な要因ですが、場合によって

は、効率的な資金配分を行う際のカギとなります。この点に関し、不動産部門インベストメント・リサーチ・グローバル・ヘッドのアンドリュー・アレンは、世界的に問題となっている低家賃住宅の不足問題に着目、英国市場を例に分析を行い、低家賃住宅の供給拡大につながる資本を呼び込むべく、政策的視点からの打開策を提示しています。

同じ先進諸国の中でも、インフレ動向を左右するファンダメンタルズ要因は様々に異なります。インフレ動向に影響する各地域特有の要因や、フォワード市場によるインフレ予想の織り込みについて、米国、英国、ユーロ圏それぞれの見通しを、インフレ指数連動債担当インベストメント・ディレクターのケイティ・フォーブスが検証します。

アブソリュート・リターン戦略のセクションでは、マルチアセット運用ポートフォリオの重要な要素である社債、クレジット債券の投資妙味について、マルチアセット運用部門インベストメント・ディレクターのジェニファー・キャットロウと、私ホイダが考察します。社債・クレジット市場の見通しとして、マクロ経済環境の改善（金利の上昇）に伴うリターンの低下という逆風環境が想定されますが、それを踏まえつつも、なお魅力的な投資機会が存在しています。



アンドリュー・ミリガン
グローバル戦略部門ヘッド

ハウスビュー

企業業績と政治の綱引き

貿易を巡る緊張が緩和に向かう限り、投資家の注目は、再び企業の良好なファンダメンタルズに向かうと予想されます。



収益の拡大をいかに織り込むか

2018年最初の数ヶ月間で、市場環境が急速に変化するなか、株式投資家が企業の将来的な収益成長を織り込むことの難しさが浮き彫りとなりました。まず、2018年と2019年の両年について世界の景気見通しが上方修正され、企業収益も順調な成長が見込める状況となっていることはプラス材料であり（図表1を参照）、今年1月に株価が大幅な上昇を示し、春にかけて社債の対国債スプレッドが低水準を維持した理由も、これで説明できます。一方、米国、欧州、中国の政治家が、新たに二つの政策的問題を提起したことは、マイナス材料と言えます。一つは様々な形での貿易紛争と制裁の問題、もう一つは、テクノロジー・セクターの一部を対象とする規制内容の問題で、どちらも今後数ヶ月間に様々な展開を示す可能性があります。従って、投資家のマインドに関する最近の調査で楽観的な見方が後退し、クロスボーダーの資金フローがここ数週間に、株式から債券へ、ハイ・イールド債から投資適格債、国債へとシフト、すなわちリスク回避の典型的な兆候を示していることは、驚くには当たりません。現在、投資家が直面している主な問題は、市場ボラティリティの上昇局面でもリスク選好的なスタンスを堅持すべきなのか、また株価サイクルの次の局面では、どういった銘柄が上昇の牽引役となるのか、といった点にあります。

1-3月期の指標は軟化しやすい -年内は回復に向かう見込み

貿易と規制についてお話しする前に、1-3月期は景気指標が軟化し、利益確定の動きを強く促した面があることを指摘しておかねばなりません。その中心となったのが欧州であり、またアジア・中国と北米の両地域でも企業景況感が低下しました。世界経済の代替指標として米国経済を見ると、1-3月期の国内総生産（GDP）は、前期比年率で約2%増にとどまる見通しです。しかしここで、二つのポイントを指摘しておかねばなりません。一つは、2017年10-12月期に世界全体で力強い同時成長が実現したことを踏まえれば、世界の様々な地域で景気が弱含んだとしても何ら不思議ではない、ということです。寒波や、季節調整の不十分さなどが、分析を複雑にしているという事情もあります。二つ目に強調すべきは、景気動向調査は依然として、2018年前半の堅調な成長を示す内容になっている、という点です（図表2を参照）。また先行き、米国では財政面からの大型の景気刺激策を背景に、経済活動のさらなる活発化が予

想され、さらに米国との貿易を通じて、他国の経済も刺激される可能性があります。

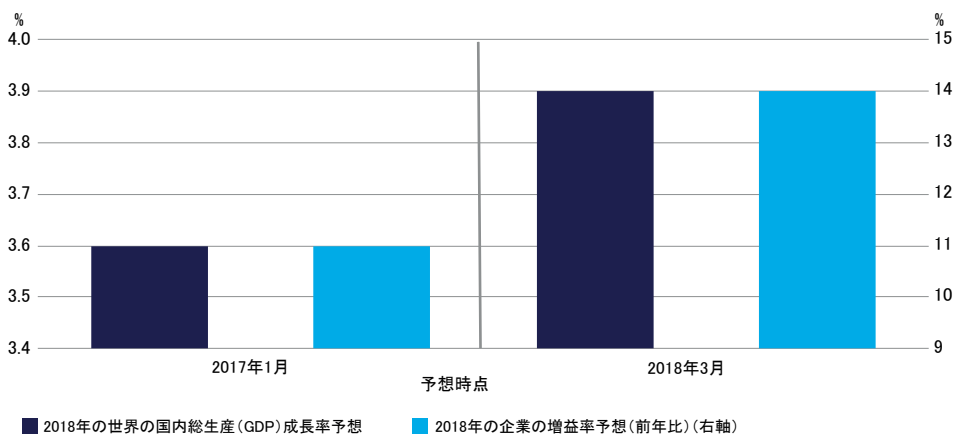
リスクテイクを支える経済環境は、基本的に現在も続いていると我々は考えています。世界経済は2018年と2019年にトレンド並みあるいはトレンドを上回る成長を遂げ、結果として消費者物価は緩やかに上昇、一部ではインフレ圧力が高まるとみられます（賃金の上昇による圧力とそれ以外の理由による圧力の両方が考えられます）。先進諸国の経済活動は、米国の非常に拡張的な財政政策と、着実ながら積極的とは言えない金融引き締め策が主たる追い風となり、新興諸国を上回る堅調な推移を示す可能性があります。ただしインフレ動向が主たるリスク要因であることには変わりなく、投資家は監視を続ける必要があります。

以上から、2018年と2019年の両年共に企業の収益成長見通しは良好で、粗

リスクテイクを支える経済環境は、基本的に現在も続いていると考えます

利率に対する下押し圧力も対処可能な水準にとどまるとみられます。その背景として、一部には米国における減税と生産性向上の効果、また一部には、他の先進国や新興国における賃金上昇圧

図表1
経済成長と企業収益の上振れ

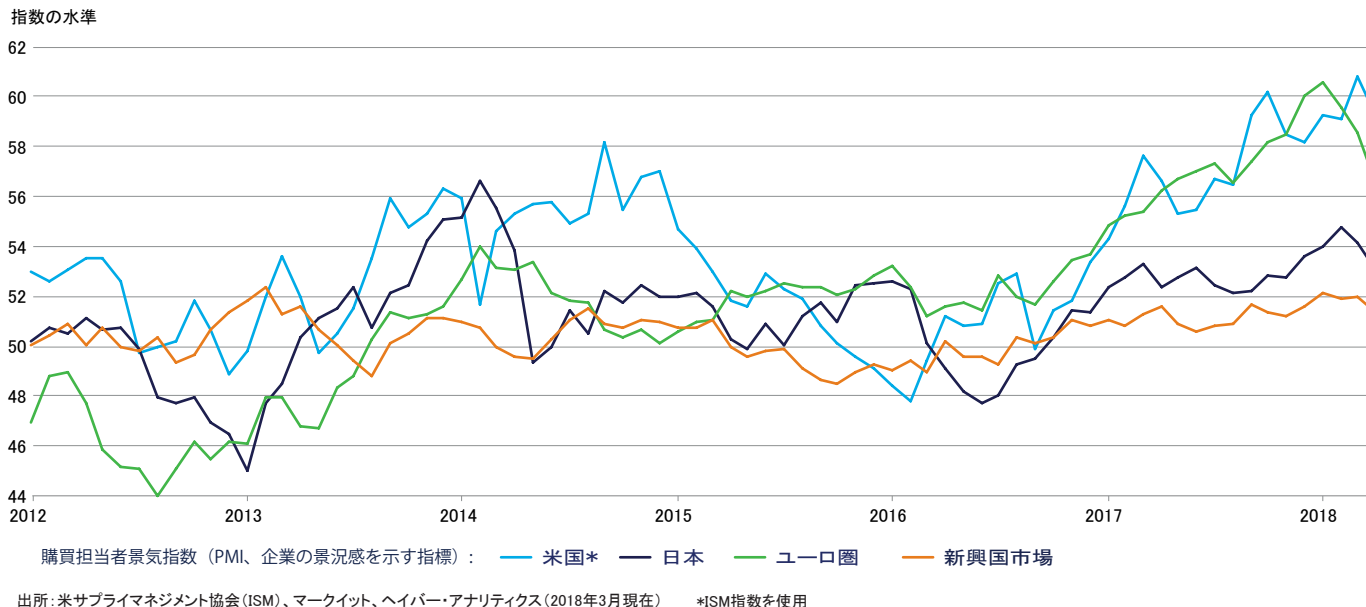


出所: トムソン・ロイターI/B/E/S、データストリーム、アパディーン・スタンダード・インベストメンツ(2018年3月現在)

力の欠如があります。米国企業の2018年1-3月期決算は、増益率が前年同期比10~12%に達する見通しです。ただしこれは減税の効果を考慮しない数値であり、S&P500種株価指数構成銘柄の実効税率は減税によって従来の27%から22%まで低下すると予想されていることから、収益はさらに6~8%上振れる可能性があります。今回の税制改革では、他国に本拠地を置き、米国内で事業を展開する企業に恩恵の一部が及ぶことも、特筆すべき点と言えます。また複数の調査によると、減税の一部効果によって自社株買いが急増、M&A(買収・合併)活動も増加することが予想されています。欧米企業のキャッシュ保有額が、今なお過去最高に近い水準で推移していることが背景にあります。

現時点で、株価サイクルの次の段階において、どういった銘柄が上昇の牽引役となるかを見極めるためには、セクター分析が重要となります。テクノロジー・セクターの一部を対象とする規制、特にソーシャル・メディアやプライバシーに関する規制の強化を巡り、米政府関係者が発言した内容や、欧州委員会の声明を考慮すれば、やはりセクターごとの分析は欠かせません。こうした政治的な動きは、個別銘柄、中でもテクノロジー企業など株価指数で大きなウェイトを占める一部銘柄の株価に影響を及ぼすリスクがあるからです。とは言え、我々の分析によると、最近の懸念にもかかわらず、テクノロジー・セクター企業の成長トレンドに変化はなく、同セクターは売上高においても利益においても、依然として顕著な伸びを誇っています。例えば小売業界では、従来の都市型店舗やショッピングモールの店舗から電子商取引(EC)へのシフトが進行中ですが、大半の国ではこのシフトが完

図表2
楽観的な見方が後退



了したと言うには程遠い状態にあり、テクノロジー・セクターにとって引き続き良好な事業機会が見込めます。

テクノロジー以外のセクターについては、我々の中核的な経済見通しに沿った予想としています。すなわち、今後はトレンドを上回る成長とインフレ圧力の緩やかな上昇がイールドカーブのステイプ化を支える要因となるため、減税という追い風も受けつつ、金融セクターが市場全体をアウトパフォームする可能性があります。同様に、足元の状況から見て、今後は国際商品価格が上昇基調をたどり、エネルギーや素材銘柄を支えることになりそうです。最後に、米税制改革の恩恵もあって資金に余裕のできた企業による設備投資の拡大が、景気循環株にとって総じてプラス材料になると考えられます。全体として見ると、2018年1-3月期の企業業績は、投資家の注目が企業のファンダメンタルズに戻るきっかけとなるかを計る、重要なリトマス試験紙となりそうです。

当面、貿易摩擦は続く

現在我々は、ポートフォリオのポジション設定に際して、「当面は貿易を巡る対立が続き、市場は日々のボラティリティに晒されるものの、貿易戦争は回避される」という重要な想定を置いています。金融市場にとって、政治的な材料、特に新しいトピックの織り込みは難しいケースが多く、まして国家間の関係性を定めた既存のルールが機能していない場合、織り込みはさらに難しくなります。また現在、米国政府が投資家に対して発しているシグナルは、非常に曖昧

と言わざるを得ません。トランプ大統領がツイッターで関税の引き上げについて語ったかと思えば、政権の別の関係者からは投資家を安心させるような内容の見解が示され、また一方では、米国の環太平洋戦略的経済連携協定 (TPP) 復帰に関するレポートが発表される、といった具合だからです。いずれにせよ、米国と中国共に、関税引き上げで影響

ポートフォリオの ポジション設定では、 「貿易戦争は回避される」という重要な 想定を置いています

を受ける貿易項目は額面で見れば非常に少なく、経済予測に大きな影響を及ぼすほどではありません。しかし現在の株式市場は、一歩離れた立場から、「交渉プロセスは(願わくば)米中両国にとってメリットのない関係ではなく、互いに利益となる関係の成就につながる」といったような、より可能性の高い道筋を理解しようと努めるよりも、貿易戦争が差し迫っているかのようなメディアの論調に流され、明らかに前のめりになっています。

他の政治問題も見過ぎてはなりません。本稿執筆時点で、米国と北朝鮮の

首脳会談に関して前向きな報道がなされる一方、シリアからは懸念すべき材料が生じています。またイタリアでは、反欧州連合 (EU) のポピュリスト政権が成立しかねない状況です。米国では、今年11月の中間選挙が近づくに連れて、トランプ大統領のポピュリスト的な内容の発言が増えるかもしれません。リスク回避的な動きが強まる局面では、こうした要因が時にクロスボーダーの資金フローに影響を及ぼし、安全な逃避先資産へのシフトを促したとしても、驚くには当たりません。一方で、今のところ、こうした政治面での動揺は抑えられており、再び市場の混乱につながったり、連鎖反応を引き起こしたりする可能性は低いとみられる点は、引き続き好材料と言えます。

ポートフォリオの構築

1月末時点では、多くの投資家が、株価は過大評価されているのではないかと懸念を抱いていました。最近の株価下落を経て、この主張はすでに説得力を失っています。例えば3月、S&P500指数構成銘柄の予想PER(株価収益率)は16倍と、この2年余りで最低の水準まで低下しました(図表3を参照)。投資家が重視するテクノロジー・セクターの株価は、複数のバリュエーション指標で見て、過去の平均より割安な水準で推移しています。この点に関しては、我々のテクニカル分析も役に立ちます。株式市場がどのような局面にあるかを踏まえ、流動性やマクロ経済のモメンタムなどの材料から取引のタイミングを計る枠組みを活用して分析を行ったと

ころ、向こう数四半期に関しては、リスクオフではなく、リスクオン環境が続くとの結果が出ました。ただし2～3年単位で見ると、一部で初期の警戒シグナルが出ています。米国で連邦準備制度理事会（FRB）が積極的な金融政策に転じ、2020年に財政面からの景気刺激策が打ち止めとなれば、リスクオフの誘因となり得るかもしれません。以上の要因を考慮に入れますと、株式は引き続き上値を更新し続ける可能性があります。同時にボラティリティも高まるものと考えられます。

以上から、我々は、アジア新興諸国を筆頭に、欧州、日本、米国を含むグローバル株式をオーバーウェイトとしています。アジア先進国（日本除く）株式については、中国の政策リスクを考慮してニュートラルとし、英国株式はニュートラルからアンダーウェイトのポジションとしています。英国株式はここ数ヶ月間、他の市場を大幅にアンダーパフォームしてきましたが、その背景には、セクター・ウェイト（市場に占める各セクターの構成割合）や銘柄固有の問題に加え、欧州連合（EU）離脱を巡る懸念の織り込みに伴い、英ポンド相場が上昇基調を示している影響など、複合的な要因が

あると考えます。株価パフォーマンスが反転するには、何等かの強いきっかけが必要です。

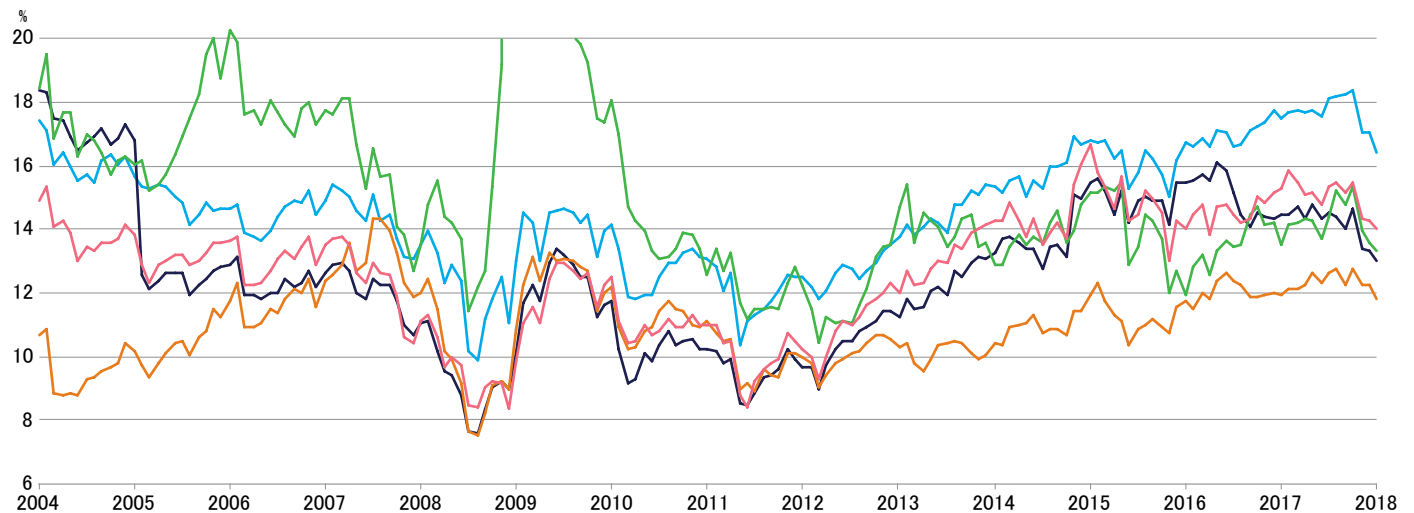
他の資産クラスのうち、債券に関しては、大半の市場についてニュートラルからアンダーウェイトを維持しています。多くの市場では、総合インフレ率の高さから実質利回りがマイナス圏で推移しており、バリュエーションは割安な水準にはありません。一方で、相対的に高い利回りを提供する一部資産、例えば現地通貨建ての新興国債券や米国ハイ・イールド債などについては、引き続き選好対象としています。ただしどちらの市場でも投資資金がだぶついているため、直接利回りは低水準で推移しています。以上のポジションについては、低利回りの日本国債など、主要市場の資産をアンダーウェイトとすることで資金を調達しています。その他、欧州の商業用不動産に関して、利回りとバリュエーションの状況、そして低水準の新規物件供給を踏まえ、オーバーウェイトのポジションとしています。

グローバル・インベストメント・グループ（GIG）が最近開催した四半期ミーティングでは、重要なシグナルの一つとして、

「現在のポートフォリオはリスクオン環境を前提に構築されているが、投資家のリスクテイクの意欲を急激に削ぎかねないイベントや動きが幾つも存在する」ことが確認されました。その端的な例としては、地政学的リスクや政策の誤りなどがあります。こうした状況を受けて、我々は、ポートフォリオの一段の分散化を試みています。例えば、英国株式に対するグローバル株式の選好、質への逃避フローが生じた局面でリターンを獲得が期待できる日本円のポジション、インフレ率が予想外に上振れる場合に備えたインフレ指数連動債のポジションなどです。日本円以外の通貨のポジションは、フェア・バリュー（適正水準）の推定値から判断して概ねニュートラルとしています。

**投資家の
リスクテイクの意欲を
急激に削ぎかねない
イベントや動きが幾つ
も存在します**

図表3
株価バリュエーションの割高感は薄れている



主要株価指数の12ヶ月予想PER(株価収益率):

— S&P500種 — FTSE100種 — TOPIX — MSCI Emerging Markets — MSCIヨーロッパ(除く英国)

出所: データストリーム(2018年4月現在)



ルーシー・オキャロル
チーフ・エコノミスト

グローバル・スポットライト

ゴルドロック環境を脅かすシナリオ

経済成長やインフレは、様々なショックやイベントをきっかけに、ベースライン予想（基本的な見方）と異なる道筋を進む可能性があります。本稿では、そうしたショックやイベントとそれらが生じる原因に着目し、世界経済に関する見通しを再検証します。

2017年は、世界経済の堅調な成長、低水準のインフレ率、各国中銀の慎重な姿勢が相まって、「ゴルドロック（適温相場）」が実現した年でした。市場ではこれまでのところ、米国の財政面からの景気刺激と、新興諸国に吹く米ドル安の追い風に支えられ、2018年もこのゴルドロック環境が持続すると予想されています。これにより、世界の国内総生産（GDP）成長率は、2011年以降で最高の+3.9%に達する見込みです。

適温相場の終焉か

しかしながら今後数年ほどの間に、経済環境は変化して行くものと、我々は予想しています。2019～20年には、
1) 経済が生産能力の限界に直面する、
2) 各国中銀が金融引き締め策を講じる、

の連邦準備制度理事会（FRB）は2019年に、少なくとも四半期に一度のペースで利上げを実施するかもしれません。米国以外の中銀は、恐らくより慎重な姿勢をとるものの、2019年までに資産購入プログラム、すなわち全般的な量的緩和（QE）策は、段階的な量的引き締め（QT）策に転換されるものと予想されます。

ベースライン予想を検証する

以上、今後数年間に世界経済がたどる道筋について、我々のベースライン予想（基本的な見方）を示しましたが、この道筋が実現するとは限りません。先行き不透明な状況下で、予測の誤りをゼロとすることはできないからです。原油供給量や農産物の収穫高の変動、政治的なサプライズといった、馴染みこそあるものの、予想できるとは限らない様々なイベントによって、現実とは異なる方向に進むことがあります。またテクニカル分析上のミスも、予想が外れる原因となり得ます。予測モデルにそれまで組み込まれていなかった変数が、経済動向に大きく影響する要因であることが判明した、というようなケースです。我々としても、今後はそうした失敗から少しずつ学び、英国の気象庁同様に、予測精度を向上させられればと考えています（英国では1987年にグレート・ストームと呼ばれる大嵐の襲来予想に失敗したことを受けて、気象予測の手法が大きく改善されました）。

予測ミスの原因の中には、分析に組み込むことが本質的に困難なため、対処が難しいものもあります。元トレーダーで不確実性科学の研究者であるナシーム・ニコラス・タレブが言うところの「ブ

ラックスワン」（前例がなく、発生した時の衝撃が大きいイベント）や、失業率と賃金上昇率の相関など、これまでは不変的なものと見なされてきた関係の構造的変化が、これに当たります。

世界金融危機を受けて、エコノミストらは、揺るぎなく明確にみえるベースライン予想がはらむリスクを、努めて重視するようになりました。その結果、中央銀行、企業、投資家は、世界で生じ得る様々な状況に照らして、政策や事業・投資戦略がどの程度の効果をもたらすかを探ることができるようになりました。それらのシナリオが（遅ればせながら）ベースライン予想よりも現実に近いことが分かった場合、その内容を将来の予想に組み込むことで、うまく行けば効果をさらに高めることも可能となります。

ゴルドロックに何が起こり得るか？

今のところ、ゴルドロック環境は世界経済の潤沢な余剰生産能力によって支えられており、これによって各国はインフレ圧力を高めることなく、トレンドを上回る成長を実現することが可能となっています。しかしながら、主要国経済の需給ギャップ（実際の総産出量と潜在産出量の差）に関する我々の最新の推定によると、多くの国でギャップはゼロに近づいている模様です。従って、賃金動向が失業率の低下にまったく反応しない状態が続く場合を除き、余剰生産能力の不足はインフレ上昇シナリオの幕開けにつながるとみられます。投資家は、そうした状況を受けて中銀が急速な金融引き締めを余儀なくされるリスクに敏感に反応する可能性があり、そうなれば金融市場は「大混乱（tantrum）」に陥るかもし

市場では2018年も

ゴルドロック環境が続くと予想されています

3) 米国の財政面からの景気押し上げ効果が徐々に薄れる、4) 中国が引き続き、低水準ながら持続可能な成長軌道に向けて経済構造の転換を進める、といった要因から、成長率は減速傾向を示すと考えられます。一方、企業の余剰生産能力が縮小すれば、インフレ率は上昇する可能性があります。そうなれば、米国



れません。

一方でインフレ率は、様々な理由からベースライン予想を下回る可能性があります。インフレ目標に近づくべく、賃金や物価の動きを抑制する中銀の方策が効果を上げていることも含め、ここ数年間に物価上昇圧力を抑えてきた要因が、予想外に持続する可能性があるためです。そうなれば、力強い成長と低水準のインフレというゴルディロックス的組み合わせは、ベースライン予想よりも長期にわたって続くことになるかもしれません。低インフレの持続、すなわち「ローフレーション（lowflation、低水準のインフレ率が持続する状態）」のシナリオです。別のシナリオでは、様々な企業にイノベーション（技術革新）の動きが広がり、生産性の伸びがついに回復に向

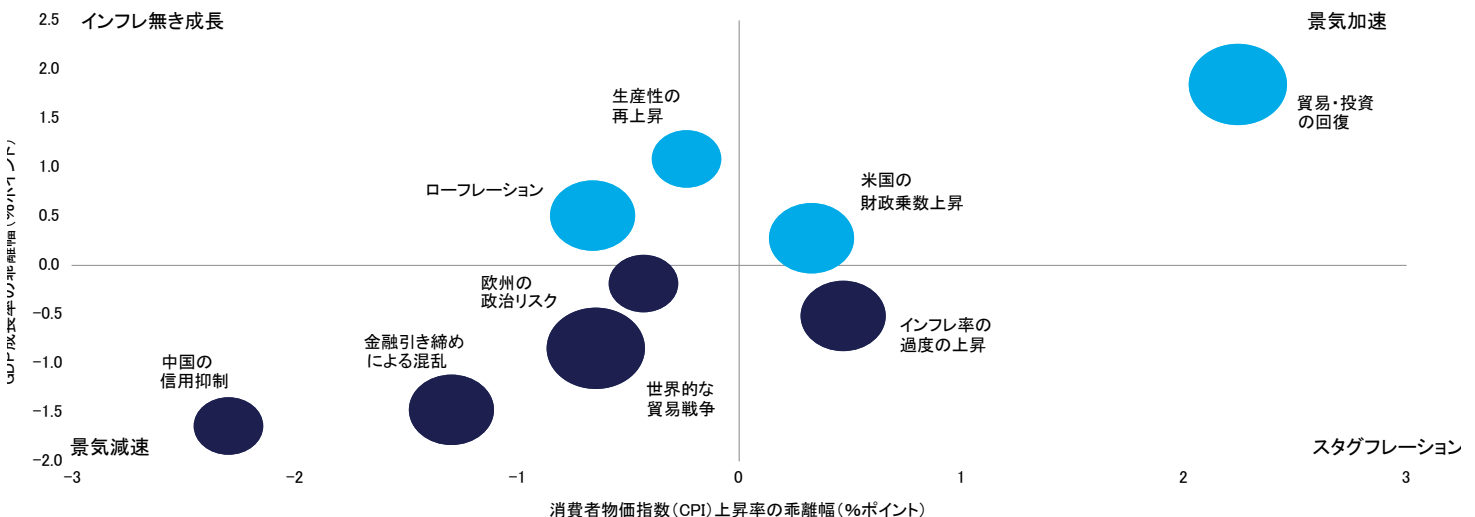
かう可能性もあります。また潜在成長力の増大によって、インフレを伴うことなく貿易・投資が拡大するシナリオとなり、過去18ヶ月間の世界同時成長が実質的に継続する、というケースも考えられます。

一方、わずかながら成長モメンタムが失われる兆候が一部で現れています。最近のユーロ圏PMI（購買担当者景気指数）は、過去と比較して高い水準を維持してはいるものの、低下傾向にあります。様々なデータソースを活用して足元の状況を推定する、我々の「ナウキャスト（短期間予報）」によると、中国の経済活動もまた、ここに来て鈍化を示しています。中国共産党第19回全国代表大会が終了し、習近平国家主席が権力基盤を固めた今、中国の成長

率は、あるいはベースライン予想よりも速いペースで減速を続けるかもしれません。景気拡大のペースを測る我々のマクロ経済モメンタム指標は、世界レベルでも同じように景気が緩やかに減速する見通しを示唆しています。

政治動向も重要です。ごく最近起きた二つの動き、すなわち米国の財政面での景気刺激策と保護貿易主義的な動きは、ゴルディロックスの将来に影響する可能性があります。景気刺激策に関して、ベースライン予想では、財政乗数（政府支出という最初の刺激に反応して、追加的な国民所得がどの程度生み出されるかを示す比率）の効果によって、2018年と2019年の米国のGDP成長率は0.6%ポイント上昇すると想定しています。しかし乗数の推定にあたっ

図表1
ベースライン予想からの乖離



様々なシナリオにおいて、2021年時点の国内総生産 (GDP) 成長率と消費者物価指数 (CPI) 上昇率がベースライン予想からどの程度乖離するかを示したものの。バブルの大きさは、各イベントが起きる確率を表す。
出所: オックスフォード・エコノミクス、アパディーン・スタンダード・インベストメンツ(2018年4月現在)

ては多くの不確定要因が存在するため、当初の想定より乗数が大きくなる場合も考えられます。そうなれば、中銀が利上げを実施して潜在的なインフレリスクを抑制しない限り、GDP成長率がベースライン予想を上回ることも想定されます。

一方、保護貿易主義を背景に各国による報復措置の応酬が続けば、「貿易戦争に突入し、世界全体に悪影響が及ぶ状況は回避される」という我々の基本的な前提が試されることとなります。また市場は今のところ、最近のイタリアの総選挙で欧州懐疑派のポピュリスト政党が躍進したことをほとんど材料視していませんが、ユーロ圏の政治リスクは未だ消えておらず、市場への信認や経済活動に影響が波及する可能性もあります。

様々なシナリオを探る

以上、今後考えられる道筋について概観しました。これを踏まえ、図表1では、向こう3年間に生じる可能性のある9つのシナリオを載せてみました。まずは関税が引き上げられるのか引き下げられるのか、それによってインフレ率は上振れるのか下振れるのかなど、マクロ経済モデルを用いて、各シナリオで当初生じる影響を検証したうえで、二次的・副次的効果の時間的・地理的広がりを探り、次に政策面での対応の可能性を考慮しました。この図表は、2021年時点で、各シナリオが世界のGDPと消費者物価指数（CPI）に対し全般的にどのような影響を及ぼすかを示しています。パブルの大きさは、各シナリオのきっかけとなる経済的・政治的ショックが生じる確率を表しています。

またこの図表は、世界のGDP成長率とCPI上昇率が受ける影響に応じて、四つの部分に分かれています。「景気加速」は成長とインフレが共に上振れるケース、「景気減速」は共に下振れるケース、「インフレ無き成長」は、インフレ率は低下するが成長率が上昇するケース、そして「スタグフレーション」は、成長率が低下する一方で、インフレ率が上昇するケースです。

世界への影響が最も大きいのは、中国が予想を超えるペースで信用の抑制に動くシナリオと、貿易と投資が予想外の速さで回復するシナリオの二つです。しかし個々のシナリオを地域レベルでみた場合、図表に示したよりも大きな影響が、生じる可能性もあります。また世界で貿易戦争が勃発するシナリオは、結果的に「景気減速」に陥ることを示唆していますが、これは貿易戦争に伴っ

て起きる原油価格の下落と需要への打撃が、世界全体に影響を及ぼすことによるものです。しかしながら、貿易戦争シナリオにおいて中心的な役割を果たす米国、中国、メキシコなどの諸国では、インフレ率が上昇する可能性があります。

シナリオのまとめ

現実には、向こう3年間で世界経済と世界の金融市場は様々な結末を迎える可能性があり、各シナリオが生じる確率もそれぞれ異なります。一部のシナリオでは、複数のショックが同時に起こることによって、マイナスまたはプラスの効果を増幅させるかもしれません。例えば、世界貿易戦争が勃発すると同時に、欧州の政治リスクが再燃する、などのケースが考えられます。また、市場で生じた「金融引き締めによる混乱」が、生産性回復の兆候を受けて収束するなど、マイナスのショックとプラスのショックが互いに打ち消し合うシナリオもあり得ます。

図表2は、世界のGDP成長率について、ベースラインに沿う場合と、上振れリスク、下振れリスクを示す場合をまとめて示したものです（各シナリオが生じる確率を棒線で示しており、三つのシナリオをすべて合わせると100%となります）。今四半期、我々が想定している世界のGDP成長見通し（リスク調整済み）は、下振れシナリオの方にやや傾いています。シナリオ分析の結果が下方への偏りを示すのは、これで5四半期連続となります。

ゴルディロックを持続させる要因

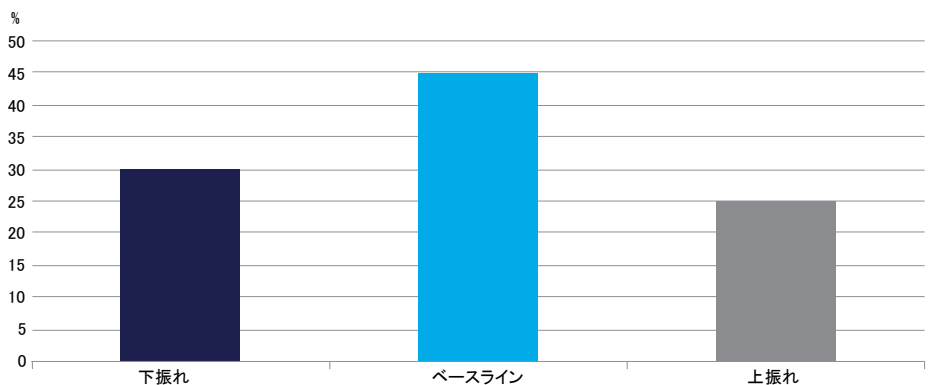
ベースライン予想を巡って様々な可能性があり得るとすれば、我々が自らの推定に自信を持ち続けているのはなぜで

しょうか。まず、過去18ヶ月間の景気拡大局面では、先進諸国を牽引役として、世界全体が驚くべき同調性を示している、という理由が挙げられます。また、多くの国で投資と生産性が共に上振れる兆候を示すなど、成長の内容が依然よりも自律的になっている、という点もあります。余剰生産能力（失業率）とインフレ率の関係性、すなわちフィリップス曲線は、長期の構造的理​​由から平坦化が進んでいると考えられることから、当面、インフレリスクは抑制された状態が続く（つまり、中銀は引き続き、慎重な対応を採る）ものと考えられます。さらに、企業のレバレッジや財務基盤の脆弱性（世界金融危機の前兆となる要素）を分析する我々のモデルは、今後数年間について、深刻な景気後退に陥るリスクを示唆していません。

以上が現在の状況であり、将来の経済的・政治的イベントはこの盤石な環境の元で展開することになります。将来については、第一に、米国の貿易政策がどのような展開をたどるのか、財政面での景気刺激策による影響は全体としてどうかなど、トランプ政権を巡る要因に注目して行く方針です。第二の注目点はインフレで、物価やインフレ期待に関する調査が上振れを示すのか、また賃上げ交渉によって賃金の上昇は実現するのか、といった点が問題となります。最後、三番目は中銀関連ですが、異例の金融緩和策の終了という前例のない状況下、投資家は世界の政策担当者を信頼し続けることができるのか、といった点に着目します。

以上三つの領域の動きを監視することにより、世界経済は引き続き我々の予想するベースライン上にあるのか、あるいはそこから外れる可能性があるのか、その判断が可能になると考えます。

図表2 GDP成長率予想—各シナリオの確率



縦棒は、世界のGDP成長率に関する予想シナリオがそれぞれ実現する確率を示す。

出所：アパディーン・スタンダード・インベストメンツ（2018年4月現在）

Change

5

FALLING

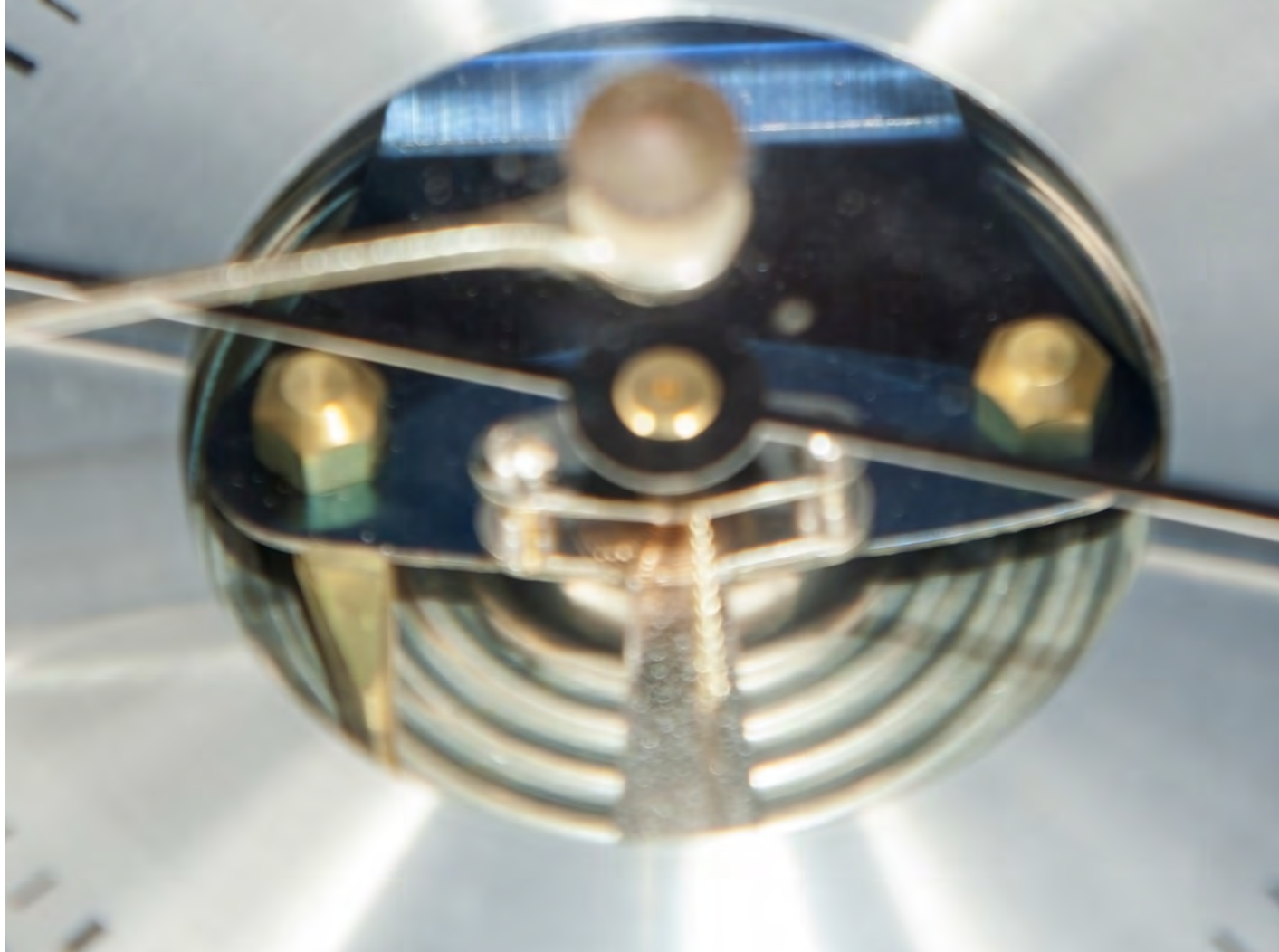
RISING

1000

1010

990

N



インフレ指数連動債

地域差のあるインフレ動向

本稿では、主要先進諸国のインフレ見通しと、インフレ指数連動債市場への影響を検証します。



ケイティ・フォース
インフレ指数連動債担当
インベストメント・ディレクター

ここ数ヶ月間に、世界経済は持続的かつ力強い成長を示し、米国では財政面からの幅広い景気刺激策が講じられるなかで税制改革が進展しました。さらには企業による設備投資拡大の兆候が現われ、同時に国際商品価格も上昇基調を示しました。以上はすべて、世界の総合インフレ率を押し上げる要因となっていますが、基調的インフレ率の回復ペースは、地域によって大きく異なります。そのため我々のポートフォリオにおいても、市場によって異なるポジション設定となっています。

米国のインフレは項目によって差異

米国では、景気回復が進んだ段階にあり、緩やかながらインフレ圧力が存在していることは明らかです。金利の上昇は米国のインフレ率を下押す要因となりますが、利上げは緩やかなペースで、しかも前もって十分に周知したうえで行われており、これまでのところ、消費者物価に必要以上の下押し圧力は掛かっていません。米国の過去6ヶ月間のコア消費者物価指数（CPI）上昇率は、年率で+2.6%と力強く、総合CPIの+2.4%を上回っています。またより短期の指標も、コア個人消費支出（PCE）と整合する動きを示しており、米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ目標（2%）をやや上回って推移しています。内容をみると、食品、医療サービス、輸送、教育サービスなど非裁量支出項目（生活必需品・サービス）全体で幅広く上昇しており、住宅項目も引き続き力強い推移となっています。賃金は緩やかに上昇し、米ドル（貿易加重レート）は2017年初めから10%以上下落しました。こうした状況と、緩和的な財政政

策、関税引き上げの可能性、国際商品価格の上昇を考え合わせると、米国のインフレ率は当面、上昇基調を維持する可能性があります。

しかしながら長期的にみると、貿易戦争などの大きなショック要因がないとしても、インフレ昂進の持続性については、懸念が残ります。上記で説明したインフレ圧力は、消費者にとって値上げを受け入れる以外の選択肢がほとんどない、必然的な性質のものか、あるいは米ドル安による一時的な影響の結果、という部分が少なからずあるからです。家具、自動車、余暇など、裁量支出項目（一般消費財・サービス）の大部分で価格の上昇が見られないことは総合インフレ率を下押す要因となり、とりわけ米国の消費者の貯蓄率が徐々に低下している事実を踏まえると、懸念材料と言わざるを得ません。このような状況は図表1から読み取ることができます。すなわち、裁量支出項目の上昇率は過去数年にわたってゼロ近辺で推移しているのです。この問題では、グローバル化や人口の高齢化など超長期的な要因のほか、テクノロジー面の要因も、将来的に米国のインフレ率上昇を抑制する役割を果たしている可能性があります。

米インフレ市場の織り込み水準は、2016年の大統領選直後と同じ水準に戻っています。マクロ経済の回復による効果が、金融引き締め策によるインフレへの圧力を打ち消す格好となっており、ブレイクイーブン・インフレ率（国債とインフレ指数連動債の利回り格差）は上昇傾向にあります。2.4%という5年先スタート5年物インフレスワップ金利の水準は、FRBのコアPCE上昇率目

標（2%）の達成を示唆していますが、それでも現在の水準は過去の平均を下回っているうえに、インフレスワップ・カーブにはタームプレミアム（期間上乗せ金利）がほとんど織り込まれていません。そのため我々のポートフォリオでは、米国のインフレ指数連動債のポジションはロングとしています。

欧州中核国の状況

欧州は、米国とは異なる状況にあります。欧州中央銀行（ECB）は、政策的緩和（QE）から金融引き締めへと移行しつつありますが、早い段階での利上げは予想されていません。景気は力強く、物価も上向き見込みですが、インフレ率自体は比較的低水準を維持すると考えられます。コア・インフレ率は年率わずか1%前後にとどまっており、2013年4月以降、0.6～1.2%のレンジ内での推移が続いています。欧州の景気指標は予想を上回り、地域全体で明らかに楽観的な見方が広がっていますが、インフレ率が突如としてレンジを上抜ける状況は想定していません。

欧州のインフレ見通しでは、失業率の高さと労働市場のスラック（需給の緩み）が重要なポイントとなります。世界最大の労働組合であるドイツの金属産業労組IGメタルや公共セクターの賃上げ交渉の結果は、賃金の上昇が実現しつつあることの表れと考えられていますが、我々はこの見方には同調していません。企業が競争力維持のために労働コストの抑制を望んでいること、そして中東欧諸国への生産の移管が容易であるという事実が、労働組合の賃上げ要求に対する強い圧力として働いて



いるからです。また最近の原油価格の動きは欧州の物価押し上げにつながる可能性があります。足元ではユーロ高がこれをほとんど相殺する格好となっています。実際 ECB は、通貨高がマクロ経済環境に及ぼす影響について言及しており、今後もユーロ高が続けば、ECB の政策見通しに何らかの形で影響があるものと我々も考えています。

まとめますと、市場は現在、インフレ率が中期的に（ECB の目標である）「2%に近いがこれを下回る」水準に戻ること織り込んでいます。長期ゾーンではこのインフレ目標を上回る水準が織り込まれているため、我々のポートフォリオでは、インフレ指数連動債のポジションはショートとしています。

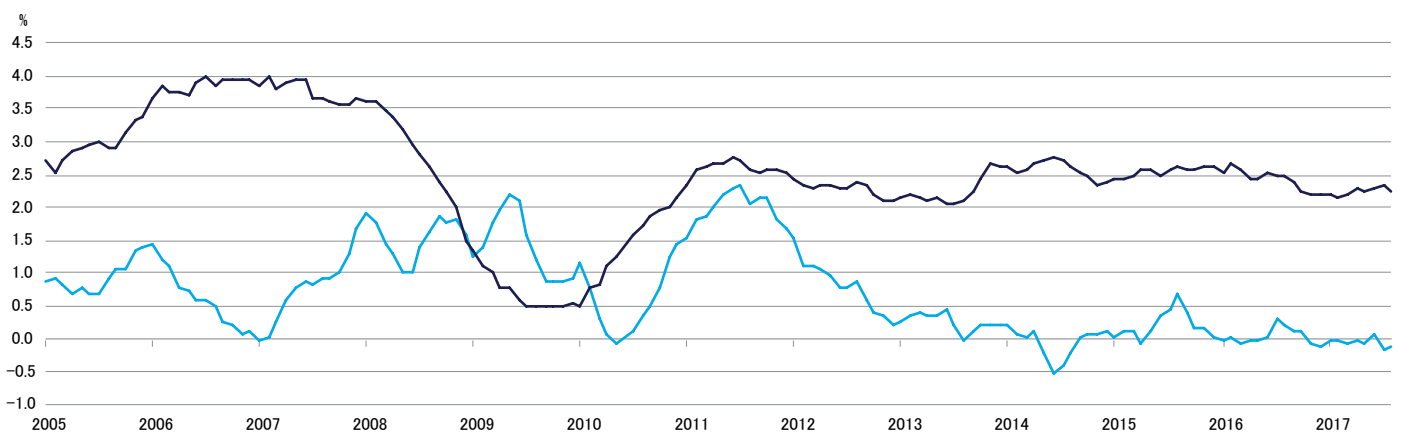
英国のみインフレ率は低下

英国もやはり状況が異なります。英国の潜在成長率は依然、年率 1.5%にとどまっているとみられるものの、景気指標は比較的順調に推移しており、イングランド銀行（中央銀行）は 2 月に成長見通しを引き上げました。一方、インフレ率は高水準で推移して来ましたが、ここに来て低下基調に転じています。その背景として、サービス価格にはほとんど影響しないものの、財価格の押し上げ要因となってきた為替効果（英ポンド安効果）が薄れ始めていることがあります。このように最近、インフレ率が低下基調を示しているにもかかわらず、イングランド銀行の金融政策委員会（MPC）は、金融引き締め策を正当化する理由として好調な景気指標に注目しています（ただし欧州連合からの離脱による影響が明確な形で現れ

れば、現実主義的な政策アプローチを採らざるを得ないことは認めています）。このようなイングランド銀行の政策スタンスを踏まえると、近い将来、金利引き上げによってインフレ率は目標水準（2%）へと低下する可能性が高いと考えます。過去の為替効果の剥落に伴ってインフレ率は急低下が見込まれることから、現在の市場の織り込みは楽観的に過ぎると我々は考えており、従ってポートフォリオでは、英国のインフレ指数連動債のポジションはショートとしています。

「世界のインフレ率は、地域によってそれぞれ異なるペースで上昇するが（英国を除く）、迅速な政策対応が必要となるほどの加速を示す地域はない」というのが、現在の全般的な構図です。最近のモメンタムと為替動向から、インフレ市場については引き続き、欧州よりも米国に投資妙味があると考えています。

図表1
裁量・非裁量支出項目で米インフレ動向に違い



米国のインフレ項目： — 裁量支出項目（一般消費財・サービス） — 非裁量支出項目（生活必需品・サービス）

出所：米労働統計局、UBS（2018年2月現在）

フォールン・エンジェルとABSによる 絶対リターンの追求

2018年、社債・クレジット債券を取り巻く環境は一段と厳しさを増していますが、マクロ経済の好調と金利上昇局面という現状を踏まえた上でも、なお魅力的な投資機会が存在すると思います。



ジェニファー・キャットロウ
マルチアセット運用部門
インベストメント・ディレクター



クレイグ・ホイダ
マルチアセット運用部門
シニア・クオンツ・アナリスト

障害物に目を光らせる

2017年、クレジット債券市場は巡航状態を維持し、投資適格債とハイ・イールド債のトータルリターンはともに小幅プラスとなりました。2018年の進路を見渡すと、株式市場を震源とするボラティリティの急騰が波及する形で、揺れの激しい展開が予想され、クレジット債券市場のリターンはマイナスに転じるとみられます。債券市場の変調を事前に検知するには、経済ファンダメンタルズを見るだけでは十分ではありません。仮にマクロ経済環境が良好であっても、レバレッジの拡大によって債券の投資環境は悪化するためです。もっとも、現在の市場環境自体も良好とはいえない状況で、債券関連商品にとっての逆風である金利上昇とインフレの加速が進んでいる一方、対国債スプレッドは長期平均からみて妙味の薄い水準となっています。そこで我々は、良好なマクロ経済環境の恩恵を享受しつつ、投資適格債やハイ・イールド債に対する超過利回りを投資家に提供する観点から、アプローチの異なる2つの戦略を考案しました。

ABS：絶対的な投資妙味

戦略の一つは、AA格の英ポンド建て変動利付き資産担保証券（ABS）への投資です。ABSは金融危機以降、投資家からネガティブな印象を持たれてきました。背景には、その仕組みの複雑

さと流動性の低さがあります。また金融危機後に導入された規制において、ABSを保有する機関投資家に厳格な資本要件が課されたことも一因と考えられます。こうした事情から、ABS市場では銀行と資産運用会社が主たる投資家層となりました。

ところが昨今、変化の激しい市場環境下において、再びABSの投資妙味が強まっています。追い風の一つは金融環境です。我々のエコノミストによれば、イングランド銀行（BOE）は2019年末までに3回利上げを実施する見通しですが、英ポンド建て変動利付ABSのクーポンは政策金利の引き上げとともに拡大する仕組みとなっています。現時点においても、変動利付ABSが提供する利回りは、投資適格社債や国債と比べて魅力的な水準です。更に、良好なマクロ経済環境を背景に、原資産のデフォルト・リスクも低下しています。

重要な点は、ここ最近、ABSに対する投資家の弱気心理が後退しつつあることです。欧州中央銀行（ECB）が量的緩和策の一環でユーロ建てABSを買い付けていることから、資産クラスとしてのABSに対する市場の信頼が高まっており、またこの買い入れ策に伴うユーロ建てABSの供給難を背景に、英ポンド建てABSに切り替える投資家が増えることも予想されます。更に現在、規制要件の見直しも進められており、欧州証券市場監督局（ESMA）は証券化を

行う際の要件を精査しています。また英国の金融行為規制機構（FCA）も、自動車ローンのABSの組成に関する提言を行うことになっており、証券化の実務について、有益なレポートが提示されると我々は期待しています。こうした動きは、バランスシートにおけるABSの保有コストを低下させるという意味で、正しい方向への一歩と言えます。

良好なマクロ経済環境の恩恵を享受できる資産クラスとして、このほか、保有リスクに対して高い上乗せ金利が求められる、資本構成の下位部分の資産にも注目しています。以下で詳細に説明しますが、いわゆる「フォールン・エンジェル（墮ちた天使）」が、この投資戦略の一つに位置づけられます。

フォールン・エンジェルを拾う

フォールン・エンジェルは投資適格級から非投資適格級に格下げされた債券であり、通常、格下げ直後の指数リバランス時に組み入れ対象から外されます。機関投資家の保有する投資適格債が非投資適格級に転落した場合、マニフェストにおける非投資適格債の保有上限や、（保険会社については）ハイ・イールド債の保有に係る資本要件を理由に、売却を余儀なくされます。

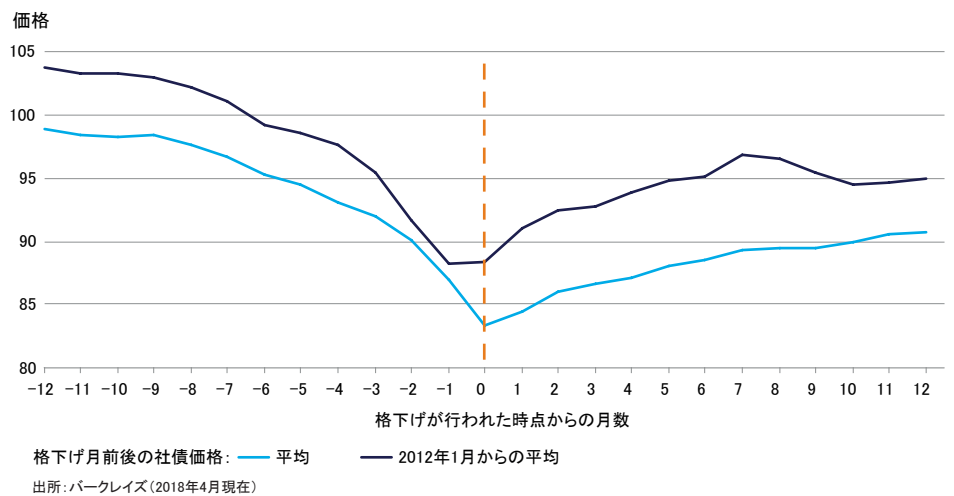
金融危機後に中央銀行が非伝統的な量的緩和策を実施した結果、（前述した投資家への影響に加えて）企業の間で



も、低金利を活用して債券市場で資金調達を行う動きが広がりました。クレジット債券市場の規模は拡大し、特に投資適格債全体の発行総額はハイ・イールド債と比べて格段に伸びました。格下げによって非投資適格級となった銘柄は、機関投資家による強制売却や需要の減少によって、本源的価値を下回る水準にまで価格が下落するケースも少なくなく、バリュエーション妙味が強まる傾向にあります。

マクロ経済面に関しては、フォールン・エンジェルにとって好環境が続いており、デフォルト率は低水準に留まる見通しです。但し、米国の税制改革によって発行体の利払い控除に上限が設けられたことから、（発行体にとって利払い負担が重い）低格付け債券には注意が必要です。更に、フォールン・エンジェル銘柄を投資対象とするETFへの人気が高まっており、潜在的な買い圧力が生まれる見込みです。個々の発行体の行動もまた、債券価格の下支えにつながっています。フォールン・エンジェルは多くの場合、レバレッジの縮小やその他対応によって、信用プロフィールを改善させ、投資適格級への復活を果たすことを目指しており、この点は、徐々に市場で評価される傾向にあります（図表1を参照）

図表1
フォールン・エンジェルの価格変化



安全な港を求めて

クレジット債券は、あらゆるマルチアセット運用ポートフォリオにおいて中核的な投資対象であり、国債よりもリスクの高い証券へのアクセスを提供する一方で、マクロ経済情勢の悪化によって発行体が破綻等に陥った場合でも、弁済の順位は比較的高いところに位置しています。経済環境が改善しつつある状況下では、上述のような特定の社債・

クレジット債券を精査し、採用することによって、金利の上昇局面においても、通常の社債よりも高い利回りの獲得が可能な戦略を構築することができます。

不動産

低家賃住宅の不足問題—その解決策と投資機会

低家賃住宅の不足が世界的な問題となっていますが、大規模な投資資金を活用することによって突破口が開けると考えます。



アンドリュー・アレン
不動産部門インベストメント・
リサーチ・グローバル・ヘッド

低家賃住宅の不足問題

昨今、低家賃住宅の不足が世界的な問題となっており、高い関心を集めています。大規模な投資資金の活用に関与する見出すことができますが、この投資資金による問題解決によって、都市の居住人口、社会の一体性、経済生産性が大幅に拡大し、それが長期投資家の目標リターンの実現にも寄与すると期待されます。本稿では、低家賃住宅を巡る問題に焦点を当て、英国を事例として、現在の住宅不足の解決策を検討します。また、投資運用業界が問題解決の中心的役割を担う可能性を踏まえ、議論を活性化させることも本稿の目的としています。

住宅難の現状

世界の主要都市を見渡すと、安い家賃で長期入居可能な住宅が十分に供給されている都市はごく少数であり、北米、欧州からアジアに至るまで、低家賃住宅の不足が深刻化しています。英国では、新築住宅の絶対数が不足しているだけでなく、その供給の主体に偏りが生じています（図表1参照）。1970年代中盤以降、すべての供給主体で新築住宅戸数が減少する中、住宅協会や地方政府が供給する低家賃住宅が全体に占める割合は、1991年時点には25%程度であったのに対し、現在は15%未満まで低下しています。問題の規模を考慮すれば、いかなる解決策において

も巨額の投資資金を利用する必要があり、恐らく、住宅不動産セクターとは一般的には無関係の主体が資金源になると考えられます。

現在、巨額の運用資金を抱える年金基金や保険会社が、長期債務に対応するためのインカムを安定的に確保できる長期投資先を探しています。我々は欧州全土で賃貸住宅を運用した経験がありますが、賃貸住宅不動産は長期にわたって着実にインカムを創出することが可能で、例えば、ドイツの賃貸住宅の入居期間は平均8～10年に及びます。こうした住宅物件の場合、入居者から賃料が得られるだけでなく、入居期間が長い場合、物件の効率的な管理や、契約の内容と手続きの簡素化が可能となります。

「三者協議」の重要性

この問題を考察し、解決策を提案する際には、低家賃の賃貸住宅を日常的に管理する各運営組織（住宅協会や地方政府当局等）にも目を向けなければなりません。こうした組織は資金源の強化・多角化を図っており、問題解決において重要な役割を担うと期待されます。というのも、運用先を必要としながら不動産運用経験のない投資家の受け皿になると考えられるためです。このように、投資家自身が資産を抱え込まない戦略を「アセット・ライト」モデルと呼びますが、英国の他の不動産セクター（ホテル、

スーパーマーケット、学生寮等）では既に定着しています。

更に、投資家と住宅管理組織のみならず政府も協議に加わる必要があります。公共政策の枠組みを効果的に適用することで、必要なプロセスが円滑に進むと考えられるためです。個人の所有権を尊重する住宅政策は、理念としては優れているものの、住宅価格の高騰を助長し、低家賃の住宅を必要とする世帯をより厳しい状況に追い込むこととなります。低家賃住宅の建設・管理を費用面から検討すると、何らかの政府補助金が必要になる可能性があります。英国の住宅政策の予算は現在280億ポンドにとどまります。今後、有権者の間で住宅問題の重要性が増せば、政府当局も施策の強化にメリットを見出すかもしれません。

解決策の提案

政府による支援の形としては、集合住宅用地となる公有地の売却・提供も想定されます。公有地売却による一時的な利益や財政面への影響を検討しなければならないのは当然ですが、デメリット（土地売却）とメリット（住宅事情の改善）との間で、最適な妥協点に到達すると期待されます。

低家賃住宅は現在の建設技術を用いて、専用の集合住宅として建築されます。私有制度を通じた分譲等が行われることはなく、半永久的に貸し出される



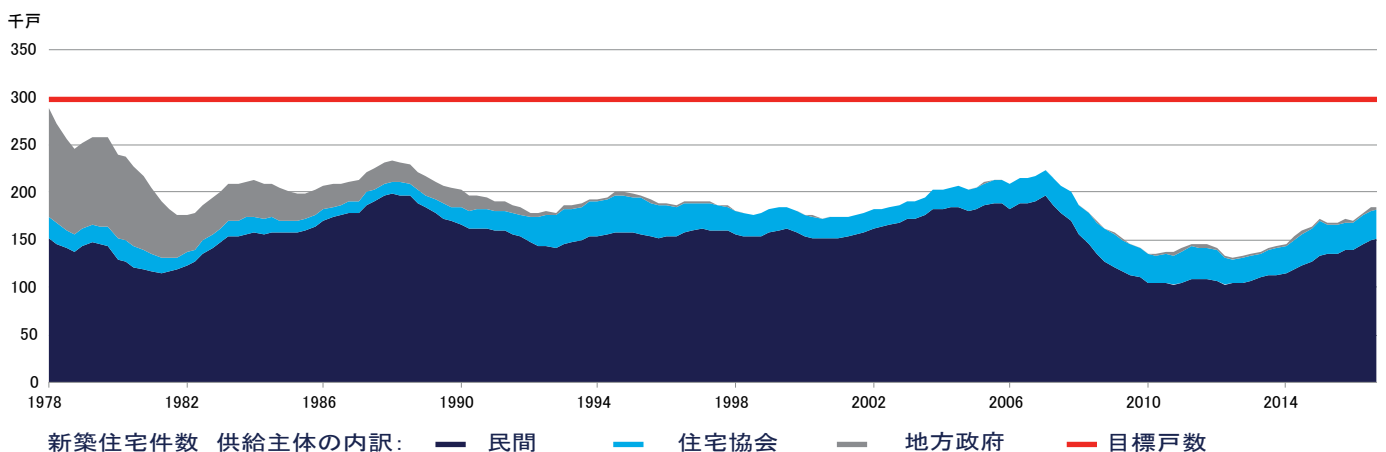
ため、スケールメリットが働くと考えられます。この点は、ドイツで集合住宅を運営した我々の経験においても証明されています。運用資産である集合住宅を分譲することは長期投資家の利益にもつながりません。そもそも、この種の集合住宅は、運用が比較的手軽ながら長期にわたってインカムを獲得できる点が、多くの長期投資家を惹き付ける要素となっています。注目すべき点として、既に、米国、カナダ、オランダの資本が英国の住宅不動産市場に参入しており、いずれも、住宅協会による賃貸住宅運営で先進的な取り組みが行われて

いる国々です。

こうした住宅不動産投資における資金調達や物件取得方法には、様々なアプローチがあります。方法の1つは、非公開市場での取引で、例えば、年金基金や保険会社の運用資金を利用して、集合住宅を運営する協会から様々な物件を直接購入するケースがあります。長期投資家は10～15年にわたって、(インフレ率を上乗せした)賃料収入を得ることになります。このほか、借入を活用する方法もあり、例えばインフラデットがそれに該当します。

住宅不足問題が複雑化するのとは避けられず、万能な解決策はありませんが、英国やその他多くの国を長年悩ませてきた住宅問題の打開に向け、住宅不動産の運営組織、長期志向の投資家、住宅協会、中央・地方政府がそれぞれのリソースを効果的に結集させることが期待されます。住宅不足問題を巡る議論をオープンにし、相互に利益のある解決策の構築に向け取り組むべき時期が来ていると我々は考えます。

図表1
英国の新築住宅件数は目標水準に届かず



出所: 英住宅・コミュニティ・地方自治省(2017年10-12月期現在)

アバディーン・スタンダード・インベストメンツについて

世界をリードする資産運用会社として、アバディーン・スタンダード・インベストメンツは、お客様の長期的な価値の創造に専念しています。アバディーン・スタンダード・インベストメンツは包括的な投資ソリューションに加え、高いレベルでの顧客サービスやサポートを提供しています。

全体では、80 カ国のお客様からお預かりした 5,830 億ポンド*の資産を運用しています。これらの資産の運用に当たり、1,000 名を超える投資プロフェッショナルを擁し、世界 50 カ所のクライアント・リレーションシップ・オフィスから顧客サポートを提供しています。

アバディーン・スタンダード・インベストメンツは、2017 年 8 月 14 日にアバディーン・アセット・マネジメント・ピー・エル・シーとスタンダード・ライフ・ピー・エル・シーとが合併し、スタンダード・ライフ・アバディーン・ピー・エル・シーが誕生したことに伴って構築されたブランドです。

*スタンダード・ライフの運用資産 (AUM) / 管理資産 (AUA) のデータは 2017 年 6 月 30 日現在、アバディーン・アセット・マネジメントの AUM のデータは 2017 年 3 月 31 日現在、他のすべてのデータは 2017 年 6 月 30 日現在のものです。

主要刊行物

グローバル・ストラテジストは、それぞれの貴重な経験と徹底的なリサーチ・分析結果を結集し、直近の重要テーマの理解に取り組んでいます。

足元の市場に影響を及ぼしている問題について実際的な分析・考察を行い、その結果を皆様にお届けするため、主要刊行物をグローバル・ベースの定期レポートとして発行しています。

刊行物

ウィークリー・エコノミック・ブリーフィング

主要先進国・新興諸国の重要な景気動向や構造的な問題についての定期的な分析（週刊）。

シンキング・アラウド

投資家に影響を与える経済や市場の動向に関する意見、考察、洞察を掲載。

グローバル・アウトルック

マクロ経済に関する考察から国・セクター・企業別の考察まで、主要資産クラスの投資トレンドや動向を分析する一連の記事を掲載（月刊）。

グローバル・ホライズン

ハウスビュー構築に役立つ長期的なテーマについて徹底的な調査・分析を行うレポート（不定期刊）。今後の金融市場に影響すると見られる主な変化についても、折りに触れて検証。

長期投資の見通しと戦略的アセット・アロケーション

戦略的なアセット・アロケーションが顧客に及ぼす影響についての提言など、幅広い資産クラスや様々な期間にわたる長期投資リターンを徹底的に分析するレポート（定期刊行）。

ご注意

投資家の皆様は過去の運用実績が将来の運用成果の指針とはならないことに留意する必要があります。投資の価値や投資による利益は変動することがあり、投資家の皆様は当初投資額を回収できない可能性があります。

アバディーン・スタンダード・インベストメンツはアバディーン・アセット・マネジメントとスタンダード・ライフ・インベストメンツの資産運用ビジネスのブランドです。

本資料はここに掲載されている投資商品やファンドに関する募集、投資に係る推奨、勧誘を目的としたものではなく、投資リサーチ結果報告書でもありません。アバディーン・スタンダード・インベストメンツは本資料に掲載されている情報や参考資料の正確性、妥当性、完全性を保証するものではなく、本資料に記載された情報や参考資料の誤差脱漏に関する責任を一切負うものではありません。

本資料の作成に用いられている調査・分析はアバディーン・スタンダード・インベストメンツが自らの利用を目的として入手したものであり、自らの投資目的のために利用している可能性があります。よって、得られた結果は公表されない場合があり、情報の正確性は保証されていません。本資料の情報の一部には、国、市場、企業の将来のイベントや将来の財務状況に関する予想、あるいはその他の将来の見通しについての記述が含まれることがあります。これらの記述はあくまでも予想であり、実際のイベントや結果は大きく異なる可能性があります。

本資料に掲載されたすべての見解や見通しは、表記時点でアバディーン・スタンダード・インベストメンツが最適であると考えられる判断に基づき構成されておりますが、市場環境等の変動またはその他の理由により、変更される場合があります。アバディーン・スタンダード・インベストメンツは本資料に掲載された情報を事前の通知なしに変更・修正する権利を留保します。

読者は本資料に含まれる情報の適切性、正確性、妥当性についてご自身で判断し、判断のために必要または適切と考えられる場合には、読者自ら調査を実施しなければなりません。当資料は一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の投資家への投資助言や法のおよび税務に係る助言を意図するものではありません。読者（個人またはグループに関わらず）が本資料に記載された情報、意見もしくは予測に基づき行動した結果、直接的か間接的かを問わず生じた損失に関し、アバディーン・スタンダード・インベストメンツは一切の補償を与えるものではなく、責任を負うものでもありません。

本資料は、アバディーン・スタンダード・インベストメンツの書面による事前承諾なしに、全部もしくは一部の複製を禁じます。

本資料に含まれる第三者から得た情報（「第三者情報」）は、第三者である情報提供者（「所有者」）の財産であり、スタンダード・ライフ・アバディーン*は許諾を得てこれを使用しています。第三者情報の複製および配布は禁止されています。第三者情報は「そのまま」提供されており、その正確性、完全性、適時性は保証されていません。準拠法で認められている範囲内で、所有者、スタンダード・ライフ・アバディーン**、その他の第三者（第三者情報の提供および／または編集に関与した別の第三者を含みます）はいずれも、当該第三者情報について、あるいは当該第三者情報の利用について、責任を負わないものとします。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。所有者およびその他の第三者は、いずれも、当該第三者情報と関連のあるいかなるファンドまたは金融商品について、その保証、推奨、勧誘を行うものではありません。

**「スタンダード・ライフ・アバディーン」は、スタンダード・ライフ・アバディーン・ピー・エル・シー、その子会社、およびその時点の（直接または間接の）関連企業から構成されるスタンダード・ライフ・アバディーン・グループのメンバー企業を指します。

投資リスク

本資料は投資に係るリスクのすべてを網羅するものではありません。投資の前に関連する募集文書をお読みください。また、アドバイザーのアドバイスをお受け下さい。

本資料は、アバディーン・アセット・マネジメントの以下に掲げる関連会社により、当該国において提供可能です。

米国では、Aberdeen Standard Investments™は資産運用業者として登録される以下の関連会社の商標です：Aberdeen Asset Management Inc.、Aberdeen Asset Managers Ltd、Aberdeen Asset Management Ltd、Aberdeen Asset Management Asia Ltd、Aberdeen Capital Management, LLC

カナダでは、Aberdeen Standard Investments™は以下の登録関連会社の商標です：Aberdeen Asset Management Inc.、Aberdeen Fund Distributors, LLC、Aberdeen Asset Management Canada Limited（Aberdeen Asset Management Inc. はカナダのオンタリオ州、ニューブランズウィック州、ノバスコシア州でポートフォリオ・マネジャーとして、オンタリオ州、ケベック州、ニューファンドランド・アンド・ラブラドル州でインベストメント・ファンド・マネジャーとして登録されています。Aberdeen Asset Management Canada Limitedはオンタリオ州のポートフォリオ・マネジャーとして登録されています。Aberdeen Fund Distributors, LLCはカナダのすべての州および地域でExempt Market Dealerとして運営しています）。

ブラジルでは、Aberdeen Standard Investments™はAberdeen Asset Management Inc.およびAberdeen do Brasil Gestão de Recursos Ltda.の商標です。Aberdeen do Brasil Gestão de Recursos Ltda.はインベストメント・マネジャーとしてCVMに登録されています。

英国、ノルウェー、南アフリカおよびEU加盟国は、英国で金融行為規制機構(FCA)による認可を受け、同機構の監督下にあるAberdeen Asset Managers Limitedです（登録所在地：10 Queen's Terrace, Aberdeen AB10 1YG、スコットランド登録番号：108419）。

スイスは連邦金融市場監督機構(FINMA)による認可を受けているAberdeen Asset Managers Switzerland AG (AAMS)です（スイス登録番号：CH-020.3.033.962-7、登録所在地：Schweizergasse 14, 8001 Zurich）。

Aberdeen Asset Managers Limited(AAML)は、2002年金融アドバイザーおよび仲介サービス法(FAIS)におけるカテゴリ1の金融サービス・プロバイダー(FSP)のライセンスを保有しており（登録番号43675）、専門職業人賠償責任保険にも加入しています。FSPライセンスによりAAMLは南アフリカの顧客に、株式、短期金融市場商品、債券および証券化債務、ワラント、受益証券およびその他の証券、デリバティブ商品、集団投資スキームの参加持ち分、外国通貨建て投資商品、長期預金、短期預金に関連する(FAISで定義される)「仲介サービス」を提供することができます。

アブダビ・グローバル・マーケット("ADGM")は、金融サービス規制庁 (FSRA)の監督下にあるAberdeen Asset Middle East Limitedです（所在地：

Al Sila Tower, 24th Floor, Abu Dhabi Global Market Square, Al Maryah Island, PO Box 5100737, Abu Dhabi, United Arab Emirates)。

シンガポールは、登録番号199105448EのAberdeen Asset Management Asia Limitedです。

香港は、Aberdeen Standard Investments (Hong Kong) Limitedです。本資料は香港の証券先物委員会による審査は受けておりません。

中国は、中国のみに所在するAberdeen Standard Asset Management (Shanghai) Co., Ltdです。

豪州およびニュージーランドは、Aberdeen Asset Management Limitedです(ABN 59 002 123 364、AFSL No. 240263)。ニュージーランドでは、2013年金融市場事業法(ニュージーランド)に定義されている通り、機関投資家のみを対象としています。

マレーシアは、Aberdeen Asset Management Sdn Bhd(企業番号:690313-D)およびAberdeen Islamic Asset Management Sdn Bhd(企業番号:827342-W)です。

タイは、Aberdeen Asset Management Company Limitedです。

日本は、アバディーン・スタンダード・インベストメンツ株式会社です。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第320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 会員番号:010-00218

本資料は金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料はアバディーン・スタンダード・インベストメンツの資料を基に翻訳・編集したものです。英語の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には、原文が優先されます。投資に関する最終的なご判断は投資家ご自身で下されますようお願いいたします。

台湾は、Aberdeen Standard Investments Taiwan Limitedです。

本資料は、スタンダード・ライフ・インベストメンツの以下に掲げる関連会社により、当該国において提供可能です。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドは英国スコットランドの登録企業です(企業登録番号:SC123321、所在地:1 George Street, Edinburgh EH2 2LL)。スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドは英国金融行為監督機構(FCA)による認可を受け、同機構の監督下にあります。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ(香港)リミテッドは、香港証券・先物取引監察委員会(SFC)による認可を受け、同委員会の監督下にある企業であり、スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドの完全子会社です。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッド(豪州の企業納税登録番号:ABN36 142 665 227)はスコットランドで設立された企業であり(企業登録番号:SC123321)、豪州証券投資委員会(ASIC)がスタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッド向けに交付した2010年4月9日付免除証書(No.10/0264)の別表Aに定義されている通り、金融サービスの提供に関して2001年企業法(連邦法)(以下「企業法」)第911A条第2項(i)に規定される豪州金融サービス業免許の保有要件を免除されています。これらの金融サービスは、企業法第761G条第7項に定義されている通り、法人顧客のみを対象に提供されます。スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドは、豪州の法律とは異なる英国の法律の下、英国金融行為監督機構(FCA)による認可を受け、同機構の監督下にあります。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドはアイルランドの登録企業であり(企業登録番号:904256、所在地:90 St Stephen's Green, Dublin 2)、英国金融行為監督機構(FCA)による認可を受け、同機構の監督下にあります。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ(米国)リミテッドは、カナダ・オンタリオ証券委員会(OSC)にExempt Market Dealerとして、また米国証券取引委員会(SEC)に投資顧問会社として登録されています。スタンダード・ライフ・インベストメンツ(コーポレート・ファンド)リミテッドは、米国証券取引委員会(SEC)に投資顧問会社として登録されています。

Standard Life Investments (Singapore) Pte. Ltdはシンガポール金融管理局(MAS)の監督下であり、証券先物法に基づいて認可を受けています(ライセンス番号:CMS100581-1)。また、スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドの完全子会社です。

投資にはリスクが伴います。投資の価値や投資の利益は変動することがあり、投資家は当初投資額を回収できない可能性があります。過去の運用実績は、将来の運用成果の指針とはなりません。

アバディーン・スタンダード・インベストメンツはアバディーン・アセット・マネジメントとスタンダード・ライフ・インベストメンツの資産運用ビジネスのブランドです。

詳細はウェブサイトをご覧ください。

aberdeenstandard.com