

CIOの見解：2012年は慎重ながらも楽観 成長トレンドが分かれ、地政学的リスクは継続

デビッド・ルダック、CFA
チーフ・インベストメント・オフィサー
スタンディッシュ・メロン・アセット
・マネジメント・カンパニーLLC

With improved valuations over the past 12 months, Standish says it sees opportunities across a number of global bond sectors and currency areas for 2012.

エグゼクティブ・サマリー

本稿では、債券市場の投資家に影響を与える2012年の世界的なマクロ経済環境や、投資機会およびリスクに関する弊社の見解をお伝えします。弊社は2012年の世界経済について、各国ごとの成長格差が拡大すると予想しています。米国経済はコンセンサス予想を下回るもののプラス成長を確保すると見られる一方、欧州経済はすでに景気後退に入っている模様です。新興国は引き続き先進国を上回る成長を遂げる見込みですが、成長ペースは2011年に比べ若干鈍化すると思われます。インフレ圧力は抑制された状況が続き、2012年は債券市場にとってのリスク要因とはならないでしょう。しかしながら、投資家は高い地政学的リスクや政策をめぐる不透明感に直面せざるを得なくなるでしょう。それに加え、ディーラーが利用できる資本が著しく減少し、その結果、トレーディングの流動性が低下し、期待リスク/リターンを押し下げられると思われます。一方、米国の社債、新興国債券、高格付けのストラクチャード・ファイナンスを含む多くのセクターでは、信用に関するファンダメンタルズが引き続き健全に推移しています。過去12ヶ月の間にバリュエーションが改善したため、2012年は世界各国の債券および為替市場における数多くの分野に投資機会があると見ています。本稿ではまた、債券市場における流動性の変化と、それが投資家に及ぼす影響についても考察します。

慎重な年明け

2012年は、弊社の見通しに対する多くのリスク要因が2011年初めと似た状況で幕を開けました。中でも最大のリスクは欧州の債務危機です。しかし、昨年とは対照的に、市場はリスクに対してより敏感かつ慎重になっており、昨年初めに比べ楽観的な見方も薄れています。これらのリスクはその多くがほとんど測定不可能で、投資家のリスクモデルに正確に織り込むことも難しいため、この程度の警戒は妥当だと思われます。2012年は、欧州、アジア、中東における地政学的リスクや政策リスクが弊社の見通しにとって大きな不確実要因となっています。そのため、弊社は成長予測に関しては市場コンセンサスよりもやや保守的な見方を、インフレ率の低下についてはやや楽観的な見方を取っています。

STANDISH



We believe investors should expect greater divergences in global growth rates in 2012.

弊社はリスクについては慎重な見方をしているものの、特に米国経済の安定的で緩やかな成長や新興国の持続的で力強い成長には、魅力的な投資機会やバリューがあるとみています。いつものことですが、バリューと力強いファンダメンタルズが重なった分野に投資機会が存在すると考えています。1月に開催した弊社初の「月次債券戦略フォーラム」でも発表しましたが、本稿では、2012年のマクロ経済に関する見通しを示し、その見通しに対する潜在的なリスクや投資機会を探るとともに、市場の構造的変化についても考察したいと思います。

世界の成長とインフレ動向

2012年は世界の成長率格差が拡大する見込みです。先進国では消費者および金融セクター双方による負債縮小の動きが続いているため、トレンドを下回る成長が続く見込みです。米国はプラス成長を維持するでしょうが、成長率は1.5-2.0%程度にとどまり、市場コンセンサスやトレンドを下回るとみられます。米国の経済成長にとって、あらゆる方向から逆風が吹く見込みです。失業率が依然高水準にあるため、消費支出は低迷が続くでしょう。ドル高や世界経済の低迷が純輸出に悪影響を及ぼす可能性があります。国家および州政府レベルでの財政逼迫も経済成長の圧迫要因となるでしょう。一方、インフレ率が低水準で推移するとみられることは好ましいニュースです。消費者の間で負債削減の動きが続いていることを考えれば、雇用が回復するまでは消費需要の拡大がインフレ率を押し上げるシナリオは想定できません。米国の今年の消費者物価上昇率はわずか2%にとどまる見込みです。

欧州経済にとって、債務危機が引き続き大きな足かせとなりそうです。ユーロ圏は債務危機や緊縮策で経済が圧迫され、2012年は0.5%以上のマイナス成長に落ち込む見込みです。全体の数字では分かりにくいものの、ユーロ圏では周辺諸国と中核国の格差が大きく、しかもその格差は拡大しつつあります。弊社独自の先行指標によると、ドイツの景気後退は緩やかなものにとどまり、2四半期で景気後退から脱却できる見込みです。それとは対照的に、大半の周辺国に関しては、あらゆる指標が景気後退は深刻なものとなり、長期化する可能性を示しています。銀行セクターの過小資本も欧州の成長を阻害する要因となりそうです。銀行は資産売却や融資の圧縮を含む様々な手法を通じて自己資本比率の引き上げを目指しているため、依然として融資能力が制約されています。

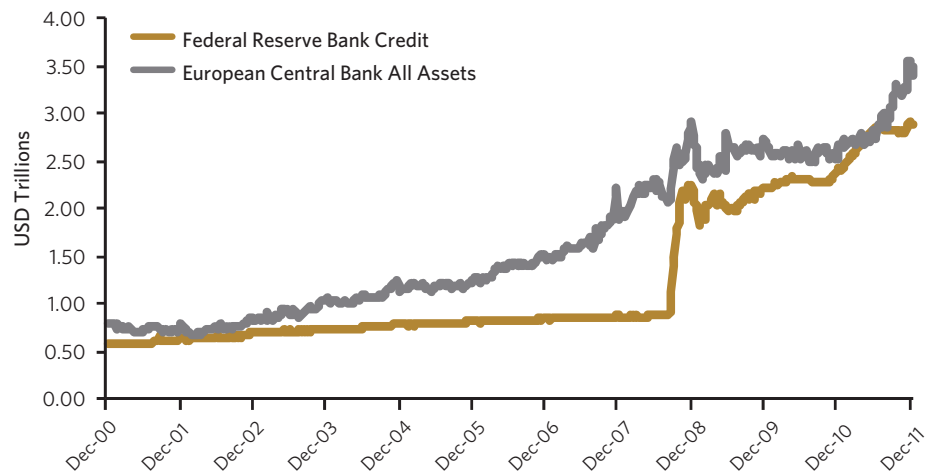
新興国市場は先進国を上回る成長ペースを維持する見込みですが、2011年に比べれば成長は鈍化しそうです。中国の経済見通しに関するリスクが増大していますが、アジア地域は2012年のGDP成長率が8%近くに達し、引き続き他の地域を上回る成長を遂げる見込みです。新興国の短期的な成長見通しと長期に渡る構造的なダイナミクスが引き続き同地域への戦略的な資産配分の妥当性を示しており、特に現地通貨建て債券への投資が有望であると弊社は考えます。

The Federal Reserve, the European Central Bank (ECB), the Bank of England (BoE) and now the People's Bank of China (PBoC) are all on the same page in terms of monetary policy.

世界の金融政策の一貫性

2012年の政策を取り巻く環境は、ある一点において2011年とは著しく異なっています。それは、米連邦準備理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BoE）、そして今は中国人民銀行（PBoC）においても、同じ方向の金融政策が取られているということです。昨年はBoEとFRBが金融緩和を行う一方で、ECBとPBoCは金融政策を引き締めていました。それとは対照的に、今年は今4中銀すべてが金融緩和に傾いています。FRBは最近、2014年終盤まで金利を現在の低水準に据え置く方針を表明しました。2012年にはFRBがモーゲージ債買い入れを通じ、追加的な量的緩和に踏み切る可能性が高いと思われます。ECBは長期資金供給オペ（LTRO）を通じてバランスシートを拡大しており、その結果、欧州の銀行が流動性に行き詰って破綻するリスクは著しく低下しました。BoEは2011年10月に量的緩和プログラムを拡大し、資産買い入れ規模を2,750億ポンドに拡大しました。BoEは2月の政策決定会合でも、その規模をさらに500億ポンド拡大するとみられます。PBoCは2011年12月に預金準備率を0.5%引き下げました。PBoCが金融緩和に踏み切ったのは2008年末以来のことです。弊社の見方では、これらの措置は少なくともリスク資産に対する需要を支える要因となる見込みです。全般的に見れば、2012年は米国の経済成長が、ファンダメンタルズが引き続き堅調に推移している投資適格級の社債などの資産を支える要因となるでしょう。しかし、深刻な景気後退に見舞われた場合に信用の質がさらに悪化する恐れのある欧州の資産、特に欧州の金融セクターへの投資については、引き続き慎重なスタンスを維持しています。

Exhibit 1 - ECB Joins Fed in Expanding Balance Sheet



Source: Federal Reserve and European Central Bank as of December 31, 2011.

Geopolitical events have the potential to be a major influence on financial markets in 2012.

王が死んでも王政は続く：2012年の地政学的リスク

2012年は地政学的イベントが金融市場に大きな影響を及ぼす可能性があります。サルコジ仏大統領とメルケル独首相の密接な関係を考えれば、4月に予定されているフランスの大統領選挙は重大なイベントとなるでしょう。サルコジ大統領の有力対立候補はメルケル独首相に対してかなり批判的な立場をとっており、サルコジ大統領が敗れば、ユーロ圏の新たな財政協定など重要な政策の遂行に遅れが生じる恐れがあります。中東では、シリアやイランの動向が中東地域を再び動揺させかねない不安定要因となっています。アジアにも厄介な問題が生じる可能性があります。北朝鮮の権力継承に伴う高い不透明感を別にしても、中国では第3四半期に共産党政治局メンバーの一部が入れ替わる予定です。中国の指導者交代は金融セクターの改革を進める上で好ましい材料かもしれませんが、その影響は明らかではありません。最後に、今年も米国でも選挙が実施されます。それに伴い政治が機能不全に陥る可能性が重大なリスク要因となっており、スタンダード・アンド・プアーズが昨年夏に米国の信用格付けを引き下げた際にも、大きな懸念要因として指摘されています。

歴史的に見れば、政治的な不透明感が強い時期には景気低迷も長期化する傾向があります。最近では、ソーシャルメディアや携帯端末を通じて情報が一気に伝わるようになったため、予測不可能な要因が新たに加わりました。ロシアで昨年行われた選挙をめぐって抗議行動や社会不安が起きたのはその好例です。シリアの暴動からウォール街占拠運動に至るまで、富の不平等や汚職に対する人々の抗議行動は、引き続きあらゆる市場のボラティリティを高める可能性があります。

Exhibit 2

	Election Date	Likelihood of Leadership Change	Key Economic Issues
France	Spring 2012	Uncertain	Sovereign Debt Crisis
Russia	Spring 2012	Low	Corruption / Democratization
China	Fall 2012	High	Hard Landing
United States	Fall 2012	Uncertain	Policy Paralysis

Source: Standish

1 See recent Standish analysis by Thomas D. Higgins, Edward Ladd and Ai Ling Ngiam, "Rising Uncertainty in China," Standish/BNY Mellon Asset Management, January 2012.

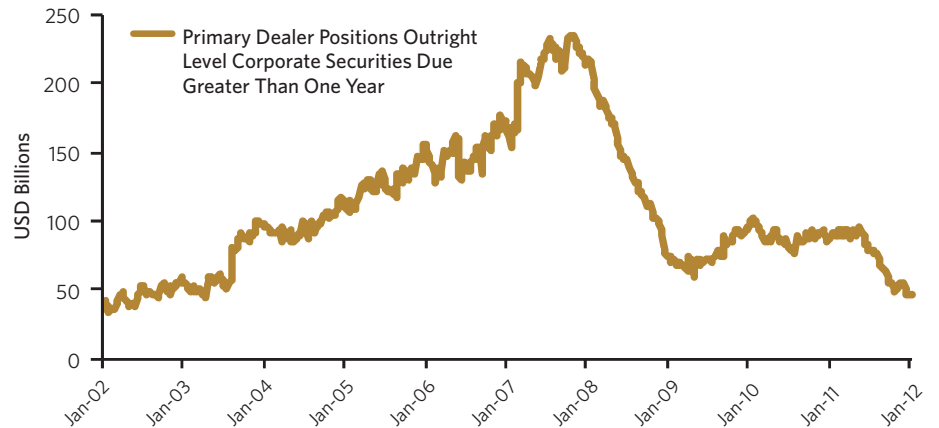
債券市場の流動性が構造的に変化

2012年はマクロ経済動向や地政学的要因が債券市場に影響を及ぼすとみられるのに加え、債券市場の流動性に関する継続的な構造変化も投資家に大きな影響を与える見込みです。債券市場における流動性は、自動車の潤滑なエンジン駆動に必要なオイルのようなものです。オイルはエンジンの摩擦を和らげる役割を果たし、それがなければピストンがオーバーヒートを起こし、やがてエンジンが停止してしまいます。店頭市場では資本がオイルの役割を果たし、市場の機能不全を防いで円滑な取引を促します。一部の債券および為替市場では電子取引システムが誕生しましたが、多くの債券は依然として主に店頭市場で取引されています。しかしながら、過去20年間に金融業界の統合が進んだことから、店頭市場の流動性は着実に低下しています。最近では、2007年に始まった世界的な金融危機の結果、資産の質に対する懸念が高まり、世界の金融システムにおける資本が一段と減少しました。同時に、米国や欧州で銀行規制が強化（ドッド・フランク法、ボルカー・ルール、新たなFSA規制など）されたほか、バーゼル銀行監督委員会の新たな資本規制（バーゼルIII）に基づき銀行が自己資本を積み増す必要性が生じた結果、マーケットメーカーにとって一定タイプのリスクに対し流動性を供給することが一段と困難になっています。

In our view, the market-making ability of dealers to provide liquidity for many types of fixed income assets has already been permanently and structurally diminished.

弊社の見方では、多くの債券セクターに流動性を供給するディーラーのマーケットメイキング能力は、すでに恒久的かつ構造的に減退しています。このことは債券投資家にとって重要な意味を持ちます。市場の流動性が乏しくなれば、投資家は投資期間を長期化すると同時に、パフォーマンスのボラティリティ増大に備える必要が生じるかもしれません。ボラティリティの高まりを好まない、あるいは受け入れられない投資家は、リターン見通しを過去の水準よりも引き下げる必要が出てくるでしょう。重要な点は、流動性の低下は「リスクオフ」市場でリスクの低減を目指す投資家に影響を与えるばかりでなく、「リスクオン」市場でリスクを積み増すことも困難にするということです。こうした流動性の低い市場では、トレーディングの頻度を減らし、新発債の購入を通じてポジションを構築することが重要になります。こうした市場環境は、エクスポージャーを著しくかつ急激に変更しようとする大規模な債券マネジャーにとってはとりわけ困難なものとなり、比較的小規模で小回りのきくマネジャーにとってはより効率的な取引の執行が可能となるでしょう。少なくとも、投資家はこうした市場の構造変化を踏まえ、今年はリスクとリターンの想定を見直すことが重要になると考えられます。

Exhibit 3 - Primary Dealers Shrink Their Balance Sheets



Source: New York Federal Reserve as of January 11, 2012.

We continue to favor assets with strong fundamentals and attractive valuations that can withstand occasional bouts of volatility.

2012年の投資機会

2012年の投資機会に関しては、弊社は欧州を除く世界の経済成長について慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。前述したように、新興国の成長率は高水準からやや鈍化するものの、力強い成長を維持する見込みです。昨年と著しく異なる点は、世界の主要中央銀行が金融緩和に向け歩調を合わせていることで、それは好ましい変化です。リスクを忘れてはいませんが、債券市場の様々なセクターや為替相場にはすでにそうした懸念がある程度織り込まれている模様です。米国債など安全とみなされる先進国の債券利回りが低下する一方、過去12ヶ月の間にリスクの高いツブリン債や社債の利回りスプレッドは全般的に拡大してきました。

弊社は引き続き、時おり到来するボラティリティが高まる局面を乗り切ることのできる、強力なファンダメンタルズと魅力的なバリュエーションを備えた資産を選好しています。また、投資適格級の社債や一部の高利回り社債、新興国の通貨や債券を含む、世界の様々な債券セクターに投資機会があると考えています。過去数年間にファンダメンタルズが劇的に改善した証券化セクターへの投資も魅力的です。

As we continue to seek clarity on some of the major risks to our 2012 outlook, our view will be to avoid assets with deteriorating fundamentals such as the sovereign bonds and senior and subordinated bank bonds from certain peripheral European economies.

欧州の住宅ローン担保証券（RMBS）、米国のコンシューマー・ストラクチャード証券やエージェンシー・モーゲージ証券も、投資家にとって安定的で流動性の高い商品となる可能性があります。FRBが今後2年間に渡って金利を低水準に維持する方針を表明したことで、エージェンシー・モーゲージ債は金利の安定による恩恵を受けるとみられるため、特に魅力的な投資対象となります。FRBがさらなる量的緩和に着手し、資産買い入れを再開した場合、モーゲージ担保証券も恩恵を受ける可能性があります。FRBや他の中央銀行によるバランスシートの拡大は長期的なインフレ期待を高めるとみられるため、米国および世界のインフレ連動債に対する投資機会も生まれるでしょう。それでも、米国の高利回り債など一部の債券セクターは、強力なファンダメンタルズを備えているにもかかわらず、世界的なリスク・センチメントに左右されやすい状況が続く見込みです。弊社の分析に基づけば、地方債利回りは格付けの高い債券に比べ魅力的で、マルチセクター戦略を採用している投資家に投資機会を提供する可能性があります。2012年の見通しに対する主なリスクを考慮すれば、一部の欧州周辺国のソブリン債やシニアおよび劣後銀行債など、ファンダメンタルズが悪化している資産への投資を回避することが肝心です。

BNY Mellon Asset Management is one of the world's leading asset management organizations, encompassing BNY Mellon's affiliated investment management firms and global distribution companies. BNY Mellon is the corporate brand of The Bank of New York Mellon Corporation. • The statements and opinions expressed in this document are those of the authors as of the date of the article, are subject to change as economic and market conditions dictate, and do not necessarily represent the views of BNY Mellon, BNY Mellon Asset Management International or any of their respective affiliates. This document is of general nature, does not constitute legal, tax, accounting or other professional counsel or investment advice, is not predictive of future performance, and should not be construed as an offer to sell or a solicitation to buy any security or make an offer where otherwise unlawful. The information has been provided without taking into account the investment objective, financial situation or needs of any particular person. BNY Mellon Asset Management International Limited and its affiliates are not responsible for any subsequent investment advice given based on the information supplied.

Past performance is not a guide to future performance. The value of investments and the income from them is not guaranteed and can fall as well as rise due to stock market and currency movements. When you sell your investment you may get back less than you originally invested. • While the information in this document is not intended to be investment advice, it may be deemed a financial promotion in non-U.S. jurisdictions. Accordingly, where this document is used or distributed in any non-U.S. jurisdiction, the information provided is for use by professional and wholesale investors only and not for onward distribution to, or to be relied upon by, retail investors. • Products or services described in this document are provided by BNY Mellon, its subsidiaries, affiliates or related companies and may be provided in various countries by one or more of these companies where authorized and regulated as required within each jurisdiction. This document is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country in which such distribution or use would be contrary to local law or regulation. This document may not be distributed or used for the purpose of offers or solicitations in any jurisdiction or in any circumstances in which such offers or solicitations are unlawful or not authorized, or where there would be, by virtue of such distribution, new or additional registration requirements. Persons into whose possession this document comes are required to inform themselves about and to observe any restrictions that apply to the distribution of this document in their jurisdiction. **The investment products and services mentioned here are not insured by the FDIC (or any other state or federal agency), are not deposits of or guaranteed by any bank, and may lose value.** • This document should not be published in hard copy, electronic form, via the web or in any other medium accessible to the public, unless authorized by BNY Mellon Asset Management International Limited.

In **Australia**, this document is issued by BNY Mellon Asset Management Australia Limited (ABN 56 102 482 815, AFS License No. 227865) located at Level 6, 7 Macquarie Place, Sydney, NSW 2000. Authorized and regulated by the Australian Securities & Investments Commission. • In **Brazil**, this document is issued by BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., Av. Presidente Wilson, 231, 11th floor, Rio de Janeiro, RJ, Brazil, CEP 20030-905. BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. is a Financial Institution, duly authorized by the Brazilian Central Bank to provide securities distribution and by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) to provide securities portfolio managing services under Declaratory Act No. 4.620, issued on December 19, 1997. • Investment vehicles may be offered and sold in **Canada** through BNY Mellon Asset Management Canada Ltd., a Portfolio Manager, Exempt Market Dealer and Investment Fund Manager. • In **Dubai, United Arab Emirates**, this document is issued by the Dubai branch of The Bank of New York Mellon, which is regulated by the Dubai Financial Services Authority. • In **Germany**, this document is issued by WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH, which is regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. WestLB Mellon Asset Management Holdings Limited is a 50:50 joint venture between BNY Mellon and WestLB AG. WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH is a wholly owned subsidiary of this joint venture. • If this document is used or distributed in **Hong Kong**, it is issued by BNY Mellon Asset Management Hong Kong Limited, whose business address is Level 14, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong. BNY Mellon Asset Management Hong Kong Limited is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission and its registered office is at 6th floor, Alexandra House, 18 Chater Road, Central, Hong Kong. • In **Japan**, this document is issued by BNY Mellon Asset Management Japan Limited, Marunouchi Trust Tower Main Building, 1-8-3 Marunouchi Chiyoda-ku, Tokyo 100-0005, Japan. BNY Mellon Asset Management Japan Limited is a Financial Instruments Business Operator with license no 406 (Kinsho) at the Commissioner of Kanto Local Finance Bureau and is a Member of the Investment Trusts Association, Japan and Japan Securities Investment Advisers Association. • In **Korea**, this document is issued by BNY Mellon AM Korea Limited for presentation to professional investors. BNY Mellon AM Korea Limited, 21/F Seoul Finance Center, 84 Taepyungro 1-ga, Jung-gu, Seoul, Korea. Regulated by the Financial Supervisory Service. • In **Singapore**, this document is issued by The Bank of New York Mellon, Singapore Branch for presentation to professional investors. The Bank of New York Mellon, Singapore Branch, One Temasek Avenue, #02-01 Millenia Tower, Singapore 039192. Regulated by the Monetary Authority of Singapore. • This document is issued in the **UK** and in **mainland Europe** (excluding Germany), by BNY Mellon Asset Management International Limited, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Registered in England No. 1118580. Authorized and regulated by the Financial Services Authority. • This document is issued in the **United States** by BNY Mellon Asset Management.

BNY Mellon holds over 90% of the parent holding company of The Alcentra Group. The Group refers to these affiliated companies: Alcentra, Ltd and Alcentra NY, LLC. Only Alcentra NY, LLC offers services in the U.S. • BNY Mellon ARX is the brand used to describe the Brazilian investment capabilities of BNY Mellon ARX Investimentos Ltda. • BNY Mellon Western FMC, Insight Investment and WestLB Mellon Asset Management do not offer services in the U.S. This presentation does not constitute an offer to sell, or a solicitation of an offer to purchase, any of the firms' services or funds to any U.S. investor, or where otherwise unlawful. • BNY Mellon holds a 20% interest in Siguler Guff & Company, LP and certain related entities (including Siguler Guff Advisers LLC). • BNY Mellon Cash Investment Strategies is a division of The Dreyfus Corporation. • BNY Mellon Western Fund Management Company Limited is a joint venture between BNY Mellon (49%) and China based Western Securities Company Ltd. (51%). The firm does not offer services outside of the People's Republic of China. • Hamon's services are offered in the U.S. by Hamon Asian Advisors Limited. BNY Mellon holds a 19.9% interest in Hamon Investment Group Pte Limited, which is the parent of Hamon Asian Advisors Limited and Hamon Asset Management Limited. • The Newton Group refers to the following group of companies: Newton Investment Management Limited, Newton Capital Management Limited, Newton International Investment Management Limited, Newton Capital Management LLC, and Newton Fund Managers (CI) Limited. Except for Newton Capital Management LLC and Newton Capital Management Limited, none of the other Newton companies offers services in the U.S. • BNY Mellon Asset Management International Limited and any other BNY Mellon entity mentioned above are all ultimately owned by BNY Mellon.



BNY MELLON ASSET MANAGEMENT

The Alcentra Group
BNY Mellon ARX
BNY Mellon Cash Investment Strategies
BNY Mellon Western Fund Management
Company Limited
The Boston Company Asset Management, LLC
The Dreyfus Corporation
EACM Advisors LLC
Hamon Investment Group
Insight Investment
Mellon Capital Management Corporation
The Newton Group
Pareto Investment Management Limited
Siguler Guff & Company LP
Standish Mellon Asset Management Company LLC
Urdang Capital Management, Inc.
Urdang Securities Management, Inc.
Walter Scott & Partners Limited
WestLB Mellon Asset Management

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 社団法人 投資信託協会
社団法人 日本証券投資顧問業協会