

Principal Global Perspectives

July 2018

貿易摩擦に対処するポートフォリオ戦略

貿易戦争を巡る世界的な緊張の高まりは、各地域や資産クラスに様々な影響を及ぼす恐れがあります。プリンシパル・グローバル・インベスターズの運用プロフェッショナルが、投資ポートフォリオを防護するために取り得る戦略的な手段を考察します。

大局を見る

シーマ・シャー

プリンシパル・グローバル・インベスターズ シニア・
グローバル・インベストメント・ストラテジスト

現下のグローバル・ビジネスと資本市場は相互に関連しているため、投資ポートフォリオから貿易摩擦の影響を完全に排除することはほぼ不可能です。しかし、ポートフォリオをある程度守り、貿易摩擦の影響を軽減するための戦略的手法はあります。

これらの方法を明らかにするために、以下では貿易摩擦が投資に影響を与える3つの主な経路について考えます。

直接的な影響

セクター、産業、企業によっては、関税や割当の直接的な影響を受けることが予想されます。

より広範な影響

多くの企業が過去40年にわたり世界中で構築した複雑なサプライチェーンを通じて、貿易摩擦の影響は波及します。国内で製造される製品であっても、片手では余りあるほどの国々から部品が輸入されていることがあります。この分野で最も大きな影響を受けやすいのは、鉄鋼やアルミニウムなどの原材料に対する貿易制限です。

インフレ率の上昇

関税の影響によるコスト増を、値上げという形でどれだけ消費者に転嫁できるかは企業によって異なります。このような違いは、貿易戦争がエスカレートするのにつれて、インフレが経済システム内部にどれほど織り込まれるかに影響を及ぼす可能性があります。さらに、インフレ期待が高まれば、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融引き締め強化による対応を迫られるかもしれません。

一般的に、投資市場が最も嫌うのは、世界的な貿易紛争を巡る不確実性の高まりや、企業景況感や消費者信頼感にもたらす懐疑的な見方です。投資市場が好むのは確実性であり、トランプ政権は過去数十年にわたり基本的に安定していた世界の貿易体制を変革しようと行動しているため、市場はこれに反応し、ボラティリティは高まる見込みです。

ボラティリティを低下させ、ポートフォリオに安定性を付与するために、世界的な貿易摩擦に対してディフェンシブな特性を持つ投資対象や、直接・間接的な要因を最小限に抑えることができる資産やセクターを検討していきます。

投資市場が好むのは確実性であり、トランプ政権は過去数十年にわたり基本的に安定していた世界の貿易体制を変革しようとして行動しているため、市場はこれに反応し、ボラティリティは高まる見込みです。

Seema Shah | senior global investment strategist at Principal Global Investors

現在、防御手段と考えられる投資対象は、米国小型株、地方債、不動産とみえています。現状では、米国経済は貿易摩擦の激化による影響をかなり免れており、これらの資産は悪影響から守られていることで恩恵を受けうる可能性があります。

＞米国小型株

フィル・ノルダス
プリンシパル・グローバル・エクイティーズ
ポートフォリオマネジャー

米国小型株は、国内売上比率の高さ、先般実施された税制改革、規制環境の改善などの組み合わせからメリットを受けています。

• 国内中心の事業展開

米国小型株は、貿易問題に伴う緊張を懸念する投資家に、直接的影響に対するヘッジを提供すると当社は考えています。MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスのような各種銘柄で構成されるユニバースを調査すると、米国小型株の国外売上高が占める割合は平均でわずか21%程度でした。米国大型株ではこの割合が40%近くに及びます。これは、貿易摩擦や関税・割当の影響を受ける可能性のある海外市場に対するエクスポージャーが、平均的な小型株は大型株の半分であることを示しています。つまり、米国小型株の売上高の約80%を国内顧客が占めることから、米国小型株が世界貿易の変動局面を乗り切るうえで有利となる可能性があります。

• 小規模で狭い範囲の事業

米国小型株はそのビジネスモデルのおかげで、貿易摩擦の高まりによる広範囲な影響をある程度免れています。小型株は国内の供給網とつながっているため、関税の影響を受けやすい原材料へのエクスポージャーは

限定されています。さらに、米国小型株が海外事業を行っている地域では、現地市場に商品を供給しているため、関税へのエクスポージャーも限られます。

• 業績への影響

先般の米国企業の海外利益還流に対する減税は、小型株に大きな影響は与えないとみえています。一方で、減税やその他の変更によって小型株の業績はより大きな押し上げ効果を受けることが予想されます。規制緩和の市場環境がもたらす影響も小型株に偏っており、コンプライアンス対応コストの利益に対する比率は、小型株の方が大型株より大きくなります。特に、金融セクターにおいて公平な事業環境が見込まれます。

＞地方債

ジェームス・ウェルチ
プリンシパル・グローバル・フィックスト・
インカム ポートフォリオマネジャー

地方債は州や地方政府が発行する債券で、不透明な状況下では多くの場合、安全資産とみなされます。通常、投資家は地方債の高い信用力と分散効果に魅力を感じますが、貿易摩擦の悪化に伴い、地方債の魅力はさらに高まると思われます。

• 分散効果

地方債は他の資産との相関が低いいため、ポートフォリオの分散効果を高めるのに有用です。地方債のリターンと米国株や米国ハイイールド債のリターンを比較すれば、逆相関があることが分かるでしょう。相関の欠如はポートフォリオのボラティリティの低減に寄与します。現在、地方債のベンチマークのボラティリティは2010年以降で最も低い水準になっています。

¹出所：MSCI、2018年6月30日時点

● 国内中心

地方債のうち、当社は主に公共施設、有料の橋梁、病院や高速道路などの施設建設のために発行される内需関連債券を嗜好しています。輸出入の影響が小さく、海外との代替の問題に直面していないため、貿易摩擦の悪化から資産クラスを守るのに役立つと考えます。

● 積極的な運用

貿易戦争がエスカレートして拡大すれば、地方債にも余波が及ぶ恐れがあります。いずれは関税や割当が州や地方政府に影響を及ぼし始めるでしょう。大豆に関税が課せられれば、米国の州から中国に大豆が輸出される場合、最終的に税収の減少を通じて影響が表れ始めると予想されます。同様に、地方債の発行体である沿岸部の港湾は、世界の船舶輸送水準の変化から影響を受ける可能性があります。貿易戦争が勃発すれば、最初に打撃を受けるのは地方債以外のリスク資産でしょう。地方債への影響が顕在化するのとは、他の資産クラスより後になると考えられます。とはいえ、これらの内需関連の資産クラスはオーバーウエートされる傾向があるため、最終的な影響を一部回避することも可能です。

米国の貿易戦争が拡大しそうな様々な局面についても検証しています。北米自由貿易協定（NAFTA）の加盟国であるカナダやメキシコとの貿易額は多額であるため、貿易を巡る協議はより大きな問題です。しかし、当社は積極的にこれらの関連性を調査研究してポートフォリオを運用しているため、これらの問題について優れた立場を維持することができると考えています。

▶ 不動産

インドラニール・カルレカル
プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ
グローバル・リサーチ・アンド・ストラテジー シニア
マネージング・ディレクター

商業用不動産は、不確実な時期に投資家をボラティリティから保護するディフェンシブな特性を有しています。

● ボラティリティ、分散効果、インカムゲイン

1980年以降、米国の不動産は米国債券とは負の相関があり、米国株とは若干の正の相関がありました。これは、市場のボラティリティが高い時期にポートフォリオに比較的流動性の低い不動産を加えることで、分散効果を高めることができることを意味しています。

加えて、1978年以降の不動産のトータルリターンはボラティリティは株式や債券の約半分でした。また、不動産は良好なインカムゲインの提供源であり、通常はボラティリティの影響を受けません。良好で安定的なインカムリターンを継続的に獲得することで、投資家はさらなる防御手段が期待できます。

● 多様なアクセス方法

投資家は、流動性の高い上場不動産株や不動産投資信託（REIT）を通じて、不動産のエクスポージャーを得ることができます。不動産への直接投資の魅力の背景にあるファンダメンタルズ要因は、REITにも当てはまります。多くのセクターが国内資産のみを保有しているため、世界的な貿易問題に対する経済的な感応度は低くなっています。さらに、REITには株式のような価格変動性が見られますが、REITのベータ*（株式市場に対する感応度）は平均約40%程度で株式全体を下回っています。これは、ポートフォリオにREITを追加することで株式全体に対するベータの低下が期待できることを意味しています。

● 予期せぬインフレへの備え

貿易摩擦の高まりによって物価が上昇し、インフレが加速すれば、不動産の新規開発案件はコスト圧力の高まりを反映し、予期せぬインフレの一部を相殺することによって、ポートフォリオを守る可能性があります。また、輸入インフレでコスト圧力が高まれば、新規物件の供給抑制につながるでしょう。不動産投資を行ううえで重要な検討項目の一つに、再調達原価の分析があります。これは同様の不動産を新たに建設するのにどのくらいのコストがかかるかという観点から不動産を評価する手法です。新規建設コストの上昇で、再調達原価の分析は新規物件への投資には不利に働きます。従って、既存の不動産やREITなどの資産価値は下支えされることになります。



最新情報は当社ホームページ

principalglobal.com、または LinkedIn（リンクトイン）Principal Global Investors をご覧ください。

当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。運用には主に元本欠損リスクを含む、次のようなリスクが含まれます。株式運用には債券運用に比べ、より大きな価格変動リスクが伴います。債券運用には金利リスクがあり、一般的に金利が上昇すれば価格が値下がりし、金利が低下すれば価格が値上がりします。不動産運用には不動産を保有することに伴う固有の潜在的リスクがあり、価格変動リスク、市場価格変動リスク、流動性リスク、レバレッジリスク、クレジット・リスク、占有リスク及び法的（規制環境変動）リスクがあります。

Disclosures

Unless otherwise noted, the information in this document has been derived from sources believed to be accurate as of July 2018. Information derived from sources other than Principal Global Investors or its affiliates is believed to be reliable; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. This material contains general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, recommendation or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that Principal Global Investors or its affiliates has recommended a specific security for any client account.

Subject to any contrary provisions of applicable law, Principal Global Investors and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in this document or in the information or data provided in this document.

Past performance is no guarantee of future results and should not be relied upon to make an investment decision. Investing involves risk, including possible loss of principal.

Asset allocation and diversification do not ensure a profit or protect against a loss.

Small and mid-cap stocks may have additional risks including greater price volatility.

Fixed-income investments are subject to interest rate risk; as interest rates rise their value will decline.

Real estate investment options are subject to some risks inherent in real estate and real estate investment trusts (REITs), such as risks associated with general and local economic conditions. Investing in REITs involves special risks, including interest rate fluctuation, credit risks, and liquidity risks, including interest conditions on real estate values and occupancy rates.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

This document is issued in:

- The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- Europe by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London EC2V 7JB, registered in England, No. 03819986, which has approved its contents, and which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority.
- Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act (Chapter 289).
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS License No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investment Commission and is only directed at wholesale investors (as defined in sections 761G and 761GA of the Corporations Act).
- This document is issued by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organization. This document is intended for sophisticated institutional and professional investors only.
- Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH which is authorized by the Swiss Financial Market Supervisory Authority ("FINMA").
- In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counter-parties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by MiFID II). Principal Global Investors is a global asset management company and strategies may be accessed from entities other than that which is issuing this document. Clients that do not directly contact with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE, PGIE may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, including those enacted under MiFID II.
- India by Principal Pnb Asset Management Company Private Limited (PPAMC). PPAMC offers only the units of the schemes of Principal Mutual Fund, a mutual fund registered with SEBI.
- Hong Kong by Principal Global Investors (Hong Kong) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance

*Beta - a measure of the covariance of returns of a security or a portfolio in relation to a market index.

This material is not intended for distribution to, or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

Expressions of opinions and predictions are accurate as of the date of this communication and are subject to change without notice. There is no assurance that such events or projections will occur and actual condition may be significantly different than that shown here.

Disclosures

本書は情報の提供のみを目的として作成されたものです。本書中の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、適用法令にて規定されるものを除き、本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。本書中の分析、意見等はその前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、本書中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。本書中の情報は貴社の投資目的、特定のニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定のニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。当指数に関する著作権、およびその他知的財産権はMSCIに帰属しており、書面による許諾なしにデータを複製・頒布・使用等することは禁じられております。MSCIおよびその関係会社は、データの独創性、正確性、完全性、商品性、使用目的への適合性について保証するものではなく、当指数の使用に伴ういかなる責任を負いません。

記載の内容は過去の実績値であり、将来を約束するものではありません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

住所：〒100-0011 東京都千代田区内幸町1-1-1 帝国ホテルタワー 11階

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第462号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会