



BALANCING ACT

日興アセットマネジメント BALANCING ACT –

当レポートは、ポートフォリオのバランス調整とリターンの最大化に役立てていただくための参考情報です。

当レポートは、英語による2018年1月発行「BALANCING ACT」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

投資環境概観

過去数年間、当社マルチアセット・チームが懸念してきた主要リスクの1つは、資産クラス全般が正相関を示すようになる可能性であった。2017年はその正相関シナリオが考え得る限りで最良の形で展開し始め、資産クラス全般にわたってリターンが大きなプラスとなった。株式市場は引き続き、世界貿易の再興やそれを受けた企業収益の回復の恩恵を享受した。社債は、企業の収益性改善やデフォルト率低下を背景に、スプレッドがさらに縮小した。ソブリン債も、バリュエーションが引き続き割高な水準にとどまるとともに利上げやテーパリング(量的緩和の縮小)の可能性が高まったにもかかわらず、通年のリターンがプラスとなった。原油価格は上昇、金価格も上昇し、よく知られていなかった仮想通貨は誰もが知る存在となった。米ドルや農業セクター、あるいはMLPで過度なロングポジションを取っていない限り、投資家の皆さんにとっては相当良い年になったのではないだろうか。

2016年は雰囲気はかなり違った。中国元の切り下げ、ブレグジット(英国のEU離脱)、米国の選挙といった地政学的イベントにおける番狂わせが、先行き不透明でボラティリティの高い環境を招いた。こうした不透明感は年を越えても続くかと思いきや、2017年には歴史的な低水準にあったボラティリティがさらに低下した。米国のボラティリティ指数(VIX)は年間を通じて低下し続け、2005年や2006年の株価上昇相場時の低水準を下回り史上最低を更新した。米国の医療保険法案の頓挫、ロシアゲート疑惑、英国やドイツの選挙での番狂わせ、核武装した北朝鮮をめぐる情勢の緊迫化をはじめ、地政学的リスクが高まる事態はいくつかあったものの、2017年は投資家がそうしたニュースに囚われずファンダメンタルズの成長ドライバーに目を向けたことで、市場の下落局面が長期化する事態は未然に防がれた。

しかし、ボラティリティのレンズのみを通してリスクを見ることの危険性については、以前に議論した通りだ。過去10年間にわ

たる超緩和的な金融政策は、債券利回りとボラティリティの両方を低下させてきた。2018年は、金融政策の引き締めが徐々に進むとみられることから、転換点となるかもしれない。米FRB(連邦準備制度理事会)が利上げとバランスシート縮小を続ける一方、ECB(欧州中央銀行)は今年から量的緩和の規模を半分に縮小する。日銀からでさえも、国内の銀行が収益性の低迷に苦しみ続けるなか、以前に比べるとよりタカ派的な発言が聞かれ始めている。政策の転換点は流動性をシフトさせるため、今年中に金融環境がタイト化し始めるだろう。これによって脆弱性が特に高い市場は圧力に晒されるとみられ、今年は局所的にボラティリティが高まる可能性がある。

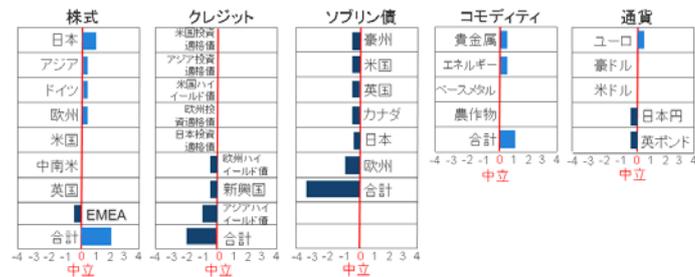
とは言え、大半の市場はファンダメンタルズが引き続き良好だ。世界の経済成長と貿易の継続的な回復が、世界的な企業収益の成長加速へとつながっている。米国の消費が依然として旺盛であることに加え、アジアや欧州の消費が拡大していることが、世界需要を引き続き支えていくとみられる。新興国は、歴史的に金融環境のタイト化に対する脆弱性がより高いが、改革が大きく進んだ結果、10年前に比べると耐性が増している。欧州がまだ景気回復の初期段階にあることから、需要が鈍化する可能性は低いと思われるが、もし輸出に対する需要が弱まったとしても、大半の新興国はそれを十分に乗り切れる状態にある。新興国(特にアジア地域)の高い貯蓄率は、流動性の引き揚げに対してクッションの役割を果す。したがって、見通しは依然として明るい。ただし、これは外部要因による波乱の可能性がないことを意味するわけではない。

昨年は投資家は地政学的リスクが高まった事態でも冷静に行動することができたが、問題がエスカレートしたり、さらに多くの「未知の未知」(特定できていないリスクが想定外に生じる事態)が顕在化したりすることになった場合は、投資家の抵抗力は消耗してしまうかもしれない。米国が世界情勢の安定維持において以前ほど積極的な役割を果さなくなっているなか、どのような地域的緊張激化もこれまで以上に大きな不安定要因となりか

ねない。本稿の執筆時点において、イランの反政府デモで少なくとも 20 人の死者が出たとみられている。シリア国内のデモがエスカレートしてその余波が世界中に及び、EU 加盟国を二分する難民危機から国際情勢におけるロシアの存在誇示行動にまでつながったように、想定外のイベントが引き金となつて、投資家が慎重に舵取りを行っていかなければならない新たな展開が生じる可能性がある。

当社は世界経済の成長ストーリーについて強気な見方を維持する一方、今年は市場にボラティリティが戻ってくるとみている。ボラティリティがあることは必ずしも悪いことではなく、むしろ健全だと言える。この環境は、資産価格全般を浮揚させてきた潮の流れがもう 1 年間続くと予想させるというよりも、勝ち組と負け組が分かれやすくなるものと思われる。当社では、ポジティブな見方を維持しつつも、2018 年はこうしたパフォーマンスの乖離傾向によってアセットアロケーション判断の重要性が一段と増すものと考えます。

資産クラスのエアラルキ―(2017 年 12 月末時点)



(注) 上記ポジションの合計は 0 になりません。現金などにより調整を行います。上記の資産クラスおよびセクターは、マルチアセット戦略ポートフォリオの運用を担当するポートフォリオ・マネージャーの現在の投資見解を反映したものです。これらは投資リサーチまたは投資推奨に関する助言に該当するものではありません。セクターや経済、市場トレンドに関する予見、予測または予想は、それらの将来の状況またはパフォーマンスを必ずしも示唆するものではありません。

当社の見方

資産クラスの見方順位については、前月から概ね変わっていない。新しい年を迎えたこともあり、この機会に 2017 年の当社の見方をいくつか振り返ってみたい。

グローバル株式の見方順位に変更はなく、日本、アジア、ドイツを最上位としている。2017 年の初めには米国を最上位としていたが、この背景には、バリュエーションの割高さを十二分に相殺する企業収益の堅調な回復とポジティブなマクロ環境があった。しかし、5 月からはアジアが最上位、次いで日本とドイツとなり、しばらくこの順位が続いた後、9 月には日本がアジアに代わって最上位となった。米ドル・ベースでは、2017 年に最も高いリターンをもたらしたのはアジア市場で、ドイツ、日本、米国がそれに続いた。

チャート 1: 2017 年のグローバル株式のパフォーマンス (米ドル・ベース)



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。期間: 2017 年 1 月 2 日 ~ 2017 年 12 月末 (2017 年 1 月 2 日 = 100 として指数化)

株式の中で今月生じた唯一の変化は、日本のバリュー・スコアがプラス 2 つとなったことだ。超低金利政策が追い風となって、日本のグロース株のパフォーマンスは同バリュー株を上回り、前者は年を通じて後者を円ベースで 10% 超アウトパフォームした。当社が注目を続けている日本の銀行は、日銀による国債利回りの抑制を受けて収益悪化に苦しんできた。しかし、9 月以降は、日本の銀行株は TOPIX 全体を 4% 近くアウトパフォームしている。これを後押ししたのは 10 月の黒田日銀総裁の発言で、同総裁は銀行の収益性が低下してきていることに警戒感を示し、日銀による金融緩和の長期化のツケが高まってきていることを認めた。当社は、日銀の見解が若干ながらタカ派寄りのスタンスへと変化したことで、銀行株がアウトパフォームする傾向が継続するかもしれない、向こう数年間でバリュー株がグロース株をアウトパフォームしていくきっかけとなる可能性もあると考えている。

チャート 2: 銀行株と TOPIX のパフォーマンス比較



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。期間: 2013 年 1 月 11 日 ~ 2018 年 1 月 11 日 (2013 年 1 月 11 日 = 100 として指数化)

グローバル・クレジットの見方順位にも変更はなく、投資適格債、特に米国、アジア、欧州を選好している。当社のクレジットの見方順位は 2017 年を通じて実質的に変わらなかった。全ての市場が割高に見受けられるものの、これは市場サイクルの今のような段階ではよくあることだ。堅調な企業収益とファンダメンタルズの改善または安定化を受けた投資家の買い進みにより、社債のスプレッドは縮小した。アジアの米ドル建て投資

適格債は、同地域の国内債およびハイイールド債市場の影響が飛び火する懸念も幾分あったが、2017年を通じて選好順位の上位にランクし続けた。利回りは米国の投資適格債と同水準であるものの、デュレーションが3割短いことが、特にFRBの金融政策引き締めが逆風となるなか、資産クラスとしての魅力度を高めた。日本の企業はファンダメンタルズが堅調であるものの、債券の提供している利回りが非常に低いことから、他の市場にリターンを求めることとした。米国とアジアの投資適格債は年を通じて良好なパフォーマンスを見せ、欧州がそれに続いた。日本の投資適格債は前年末と概ね変わらない水準で年を終えた。

チャート 3: 2017 年のグローバル投資適格債のパフォーマンス (発行通貨ベース)



出所: インターコンチネンタル取引所およびバンクオブアメリカ・メリルリンチからの情報を含め、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。
期間: 2016年12月末~2017年12月末(2016年12月末=100として指数化)

一方、当社ではハイイールド債は概ね敬遠し、米国のハイイールド債をやや選好するのみにとどめた。終盤に近い市場サイクル状況、企業ファンダメンタルズの悪化、そして極度に割高なバリュエーションが、当社の懸念材料となった。ハイイールド債は通年で投資適格債をアウトパフォームしたが、最もアウトパフォームしたのはアジアのハイイールド債で、そのパフォーマンスは米国の投資適格債を1.2%上回った。しかし、リスクが高まっていることを考えると、投資適格債に対する利回り格差の水準の低さはリスクに見合っていないと考える。米国のハイイールド債についてはよりポジティブな見方を維持するが、欧州とアジアのハイイールド債は現段階では依然として割高であると見ている。

チャート 4: グローバル・ハイイールド債のパフォーマンス (発行通貨ベース)



出所: インターコンチネンタル取引所およびバンクオブアメリカ・メリルリンチからの情報を含め、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。
期間: 2016年12月末~2017年12月末(2016年12月末=100として指数化)

グローバル・ソブリン債の選好順位も先月から変更はなく、オーストラリア、米国、英国を選好している。当社では、ソブリン債に対し、主にバリュエーションが割高であることと世界的に中央銀行がタカ派寄りに転じてきていることから、2017年を通じて慎重な姿勢を取ってきた。米国やカナダ、英国のように、中央銀行が金融政策の引き締めを行った先進国では、そのようなタカ派スタンスは主に満期が短めの債券に影響を及ぼし、結果としてイールドカーブがフラット化した。マルチアセット投資においてリスクを低減するためのソブリン債の重要性は当社もちろん認識しているが、その一方でソブリン債の利回りを最大化することも重要だ。したがって、当社では、現在選好順位の最上位としている3カ国の間で、その時々投資機会に応じて交互に選好してきた。日本およびドイツ国債については、提供している利回りの水準が低いことから敬遠してきた。利回りのバッファーがないため、為替ヘッジからは利回りの上乘せが得られるものの、債券市場が売り込まれた場合には痛手を被ることになるだろう。通年では、オーストラリア、米国および英国市場がアウトパフォームした。

チャート 5: 2017 年のグローバル・ソブリン債のパフォーマンス (現地通貨ベース)



出所: JP モルガンからの情報を含め、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。
期間: 2017年1月2日~2017年12月末(2017年1月2日=100として指数化)

オルタナティブ投資については、通常はコモディティについて論じてきた。しかし、利回りの源泉としてのオルタナティブに対する注目が増すなか、インフラ投資とリート(不動産投信)を含めるべき時が来たと判断した。2017 年はインフラがリートを大幅にアウトパフォーマンスしたが、これは米国のリートがモール業界の衰弱によって足を引っ張られたためだ。一方、インフラ投資は大半の債券を上回る利回りを安定的に提供し続けており、トランプ政権によるインフラ投資拡大の可能性と中国の野心的な一帯一路構想の影響で、メディアに取り上げられる機会も増えている。リートの中では、当社は質の高い銘柄が多く地域全体で時価総額規模が伸びているアジアのリートを選好してきている。

チャート 6: グローバル・インフラとグローバル・リーートのパフォーマンス比較



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。期間: 2016 年 12 月末~2017 年 12 月末(2016 年 12 月末=100として指数化)

グローバル通貨の選好順位についても据え置く。米ドルは 2017 年の大半において苦戦し、選好順位に含めているどの通貨をもアンダーパフォーマンスした。2017 年はしばらくの間、米ドルを選好順位の最上位とするとともに、通常は英ポンドを下位としたが、このポジションは想定したようには上手くいかなかった。FRB が金融政策の引き締めを行うとの当初の考え、インフレ台頭の可能性、トランプ政権の「アメリカ第 1 主義」政策を通じた貿易赤字の改善、海外に向かった資本の本国回帰といった材料から、当社は米ドルに対して強気のシナリオを描くに至った。しかし、新しい税制改革は赤字の拡大につながる可能性があり、そうなればドルにとってマイナス材料となる。また、世界各国が過剰貯蓄を米ドルに置いておきたいとの意向は後退しつつある。人民元を国際化しようとする中国の計画的な政策も、ドルの準備通貨としてのステータスを弱めている。これらの議論は 2018 年も続くだろう。

チャート 7: 対米ドルでの各通貨のパフォーマンス



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。期間: 2016 年 12 月 28 日~2017 年 12 月末(2016 年 12 月 28 日=100として指数化)

プロセス

リターンを主要ドライバーを把握するためのインハウスリサーチ:

バリュエーション	モメンタム	マクロ
相対価値を評価するためのクオンツモデル	中期的な資産モメンタムを測定するためのクオンツモデル	資産との相関性を加味したマクロサイクル分析
株式の例: 過去 5 年間の景気循環調整済み株価収益率 (CAPE)、PBR、ROE	バリュエーション・モデルのファクターとして活用	金融政策、財政政策、消費者、企業利益、流動性サイクル
例		
+	N	N
バリュエーション	モメンタム	マクロ

Disclaimer

当資料は、日興アセットマネジメント アジア リミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のチャート、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメント アジア リミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

日興アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 368 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、日本証券業協会