



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4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

本当であれば米現政権の試行錯誤よりも市場のファンダメンタルズについて議論したいところだが、2018年第1四半期は前者への言及をほぼ避けては通れない状況となった。多くの米国株投資家にとって、トランプ大統領との関係は2017年の終わりにどん底に達した。当社はこれを、それまで移民政策やヘルスケア政策(大部分が不成功)、法人税や個人所得税の引き下げを通じた財政政策の大幅な緩和(最も成功)といった国内の政策課題で腕試しをしてきたトランプ政権にとって、内政重視姿勢の終わりを告げるものだったと見ている。

勇んで着手した移民政策やヘルスケア政策で成果を出せないなど、新大統領は政権運営に苦戦している様子であったが、減税法案については、それまで失敗してきた他の政策と異なり、合意を形成できる可能性がより高く最終的に実現されるだろうとした市場の見方通りとなった。また、うまく実現した政策が経済成長の促進を真っ向から狙ったものであったことも追い風となり、市場では新年に入ってもお祝いムードが続いた。

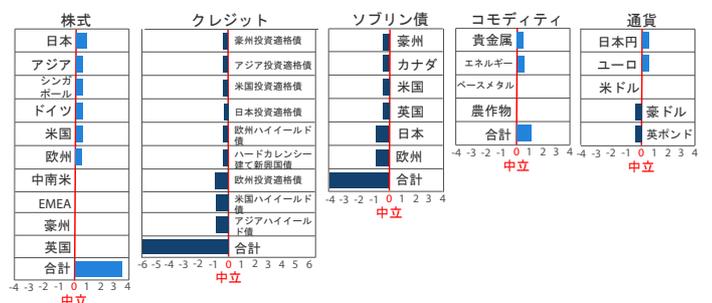
急ピッチで上昇してきたグローバル株式市場だが、足元ではその勢いを失っており、第1四半期はボラティリティが高いなかで様子見モードとなった。こうした先行き不透明感を高める要因となったのは、米政権が外交や通商といった政策分野で外向き姿勢を強めていることだ。世界が舞台となると、トランプ大統領の言動は国内の有権者だけでなくより多方面から注視される。同大統領の型破りなスタイルやほぼ予告なしに政策を方向転換する傾向のために、投資家は慌てて米国の政策の狙いを理解しようと振り回されることが多かった。トランプ大統領はこれを自分の政権の美点だと考えているようだが、リスクオン／オフの頻繁な切り替わりに消耗してきている投資家はそうは思っていないだろう。

よって今こそ、再確認の意味だけでなく、このところの様々なノイズ(雑音)のなかから本物の判断材料を聞き分けるという意

味においても、株式市場のファンダメンタルズが良好であることを改めて指摘する良いタイミングだと考える。経済状況は間違いなく追い風となっている。G20諸国の実質GDP成長率予想は2018年が3.4%、2019年が3.2%と、長期(20年間)平均の2.9%を大きく上回っている。

さらに目を見張るのは企業の収益見通しだ。米国では、減税を受けて2018年の企業利益成長率予想が16.6%へと大きく押し上げられ、2019年についても10%の増益が予想されている。太平洋の反対側にある日本では、2018年通年の企業利益成長率予想が28%と、さらに大幅な増益が見込まれている。企業の収益見通しが良好なのは米国や日本だけにとどまらず、中国本土(中国A株)で11.8%、欧州でも8.6%の利益成長が予想されている。世界経済の力強い成長と良好な企業収益見通しという組み合わせは、来る第2四半期において、強力な「ノイズキャンセリング機能付きヘッドフォン」となり投資家が雑音に惑わされるのを防いでくれるだろう。

資産クラスのエラールキー(2018年3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。

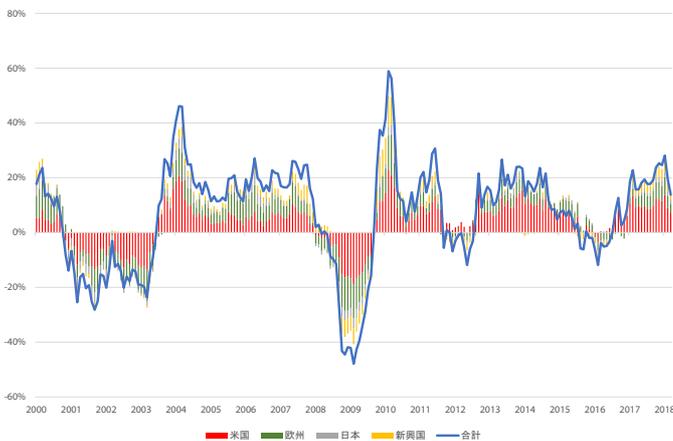
当社の見方

グローバル株式

当社は株式に対してポジティブな見方を維持しているが、貿易戦争懸念は引き続き悩みの種となっている。威嚇の応酬が大きく報道されているものの、実際にはまだ何も起きていない。米中間の関税引き上げは今のところ案に過ぎない。現段階では、交渉がどう転ぶかについて代表的なシナリオを描き始めることさえ不可能に近い。まして、個々のシナリオの実現確率を算出したり、各シナリオ下で資産クラスに及ぶと見られる影響をモデル化したりすることはまず無理である。ただ、投資家のリスク選好姿勢の趨勢をいち早く示すのが株式市場であり、ファンダメンタルズは良好であるものの、こうした不透明感の高まりに押されることになる可能性は十分にある。

これが懸念材料である所以はチャート 1 を見るとわかる。このチャートは、過去 20 年ほどにわたり世界株式市場の 12 ヶ月のリターン(ローリング・ベース)を主要地域別の影響度で分解したのだが、株式市場のパフォーマンスでは世界的にデカップリング(相関性低下)が起きていないことを示している。このことから、例えば米国(および先進国)から新興国へ、またはテクノロジー銘柄からそれ以外へといった市場の牽引役の交代がスムーズに進む可能性は薄いと考えられる。事実、仮に米国株式市場が割高なバリュエーションや貿易戦争懸念といった逆風を受けて決定的な下落基調に転じる事態となれば、逃げ場はないかもしれない。

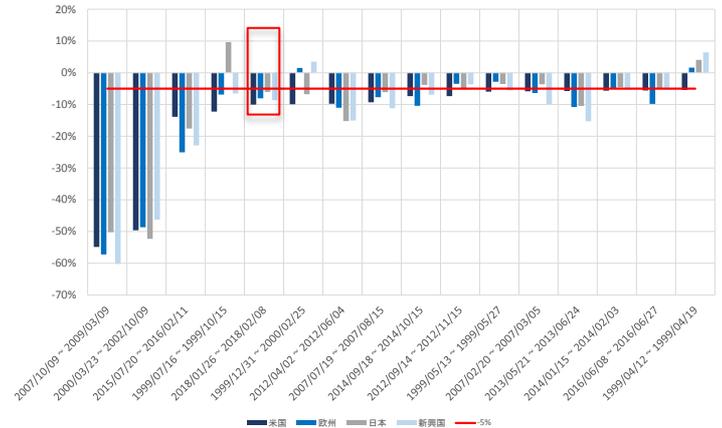
チャート 1: 世界株式市場の 12 ヶ月ローリング・パフォーマンス



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: 2000年1月~2018年3月

歴史を紐解くと、特に1999年から2000年の間など、新興国市場は少なくともある程度の分散投資効果を提供してきた。チャート 2 は、過去 20 年間にわたり米国株式の天井から底値までの下げ幅が最も大きかったドローダウン局面を、その各期間における他の株式市場のパフォーマンスとともに示したものである。ストレス局面下では相関性が強まる傾向にあるものの、1999年~2000年の期間においては米国株式(または世界の先進国株式)から日本株式や新興国株式へ分散投資する価値があったことは明白だ。

チャート 2: ドローダウン局面ワースト 10 における各地域の株式市場のパフォーマンス



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

日本とアジア新興国は、現時点において当社が最も選好している株式市場であり、「グローバル株式」に対する強気な見方を維持するにあたっての当社の懸念をある程度軽減してくれる存在となっている。株式選好順位の低位においては、最下位としていた EMEA (欧州新興国、中東、アフリカ) 地域の順位を 2 つ引き上げ、オーストラリアと英国の上位とした。

順位引き上げの主な根拠は、当社独自のバリュエーションモデルにおいて EMEA 株式のバリュエーションが割高からニュートラルへと改善したことである。マクロ環境についても、ロシアと南アフリカの消費動向を踏まえて足元ではよりポジティブな見方をしている。ロシアでは、実質賃金の着実な伸びやインフレの減速を背景に、民間消費が経済成長の主な牽引役となっている。一方で、南アフリカについても、与党・アフリカ民族会議の党首がジェイコブ・ズマ氏からシリル・ラマポーザ氏へと交代し、政治的リスクが低下したことから、現在では消費主導によって経済成長が加速すると予想している。

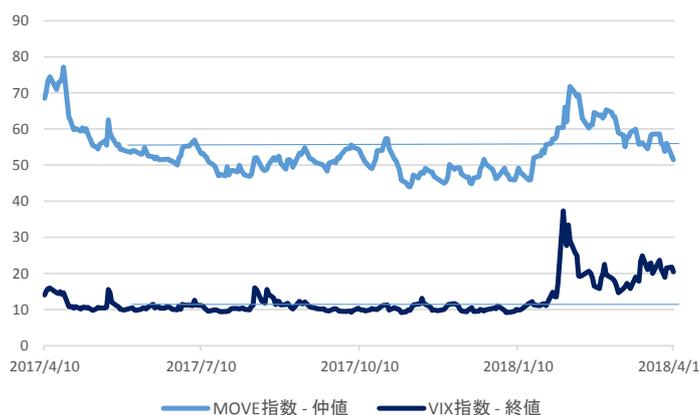
グローバル債券

グローバル債券については、今年の初めに利回りがピークを付けてから漸進的な相場回復が続くなか、当月は比較的静かな市況となったことを受けて、ソブリン債の選好順位には変更は加えなかった。米中間の貿易関税の応酬が株式市場を動揺させたことから、米国債と欧州債券はともに良好なパフォーマンスを示した。

VIX が米国株式のボラティリティーを示す指数であることはよく知られているが、米国債市場にもボラティリティーを示す指数がある。米国債のイールドカーブ全般について期間 1 ヶ月のオプションのインプライド・ボラティリティーを示す MOVE 指数だ。

チャート 3 は過去 1 年におけるこれら両指数の推移を示したもののだが、2 月初旬にボラティリティーが急上昇した後、VIX は高止まりしているが、MOVE 指数は 2017 年に概ね収まっていたレンジ戻っている。グローバル株式市場がより安定した状態に戻るまでは、投資家は引き続き資金をソブリン債に避難させておく可能性が高く、弱気材料であるはずの債券ファンダメンタルズが実際に債券利回り上昇につながるのを防ぐだろう。

チャート3: 債券と株式のボラティリティー



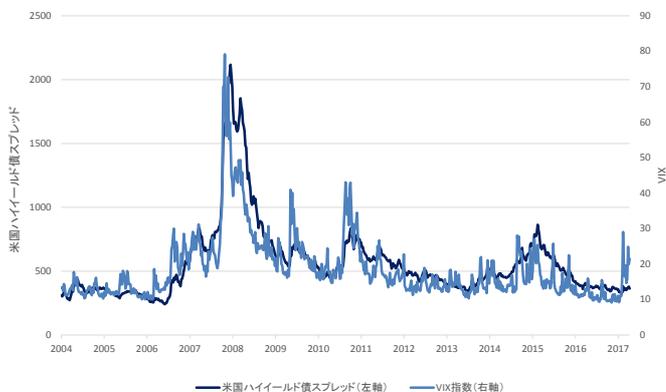
出所: メリルリンチ、シカゴ・オプション取引所他、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。
期間: 2017年4月10日～2018年4月10日

グローバル・クレジット

当月はクレジットものの選好順位にも変更を加えなかった。最上位は引き続きオーストラリアの投資適格債で、スプレッドの安定推移が予想され、基準となるソブリン債利回りについても安定的に推移すると見ている。アジアの投資適格債は依然として米国の投資適格債よりも上位を占めているが、これは主に、米国債に対してより弱気なスタンスを取っているなか、前者の方がより低いデュレーション・リスクでより高い利回りが得られるためだ。

クレジット市場の大半でスプレッドが過去に比べてタイトな水準にあることから、ソブリン債利回り上昇の影響が当該資産クラスに及ぼす影響について、時間をかけて検討してみた。最近、株式ボラティリティーが上昇したことを考えれば、スプレッドが拡大し始めるかもしれないタイミングを検討してみるの賢明なことだろう。通常であれば、ハイイールド債のスプレッドは株式ボラティリティーが高まると拡大する傾向にあるが、今回はそれがまだ起こっていない。

チャート4: 米国ハイイールド債のスプレッドとVIX

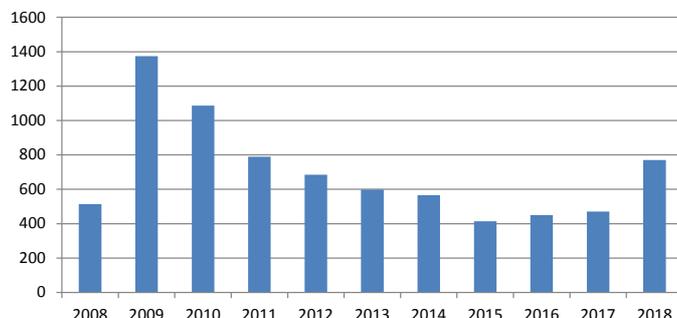


出所: ICE バンクオブアメリカ・メリルリンチ他、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成。
期間: 2004年12月31日～2018年4月6日

米国ハイイールド債のデフォルト率は2017年で1.8%と、引き続き非常に低い水準にある。しかし、3月の米連邦倒産法第

11章の新規申請件数は2017年から64%増と、2011年以来の高い水準となっている。2017年12月は倒産件数が急増したが、これは企業がより高い税率で損失処理を行ったことで説明できる。しかし、税率がかなり低くなった2018年になっての倒産急増は予想外だ。これは、信用サイクルが衰退期に入りつつあることを示しているのかもしれない。

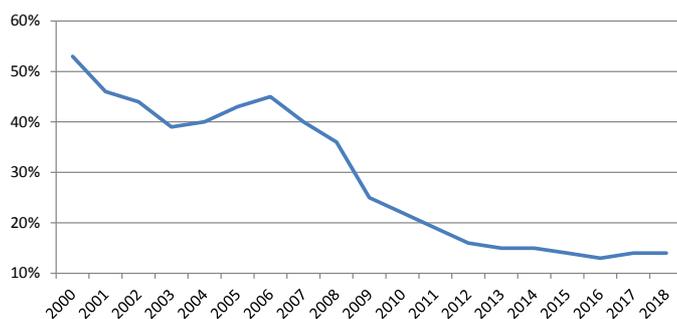
チャート5: 3月の米民間企業の連邦倒産法第11章申請件数



出所: ABI.org
期間: 2008年～2018年

米ドルの3ヵ月LIBORは今年だけでも1.7%辺りから2.3%超へと上昇しており、これらの倒産の中には金利の上昇が原因となったものもあるかもしれない。当社では経済システムの負債比率が高い状況での金利上昇を不安視しているが、これは投資適格債よりもハイイールド債の方に与える影響の方が大きいと思われる。米国の大型株企業は、低金利環境を利用し債券の発行を通じて負債の満期を伸ばしてきたため、短期の借入れへの依存度が限定的になっている。総与信残高における短期借入れの割合はわずか14%と、2000年代初盤～中盤の水準からは大幅に低下している。

チャート6: 総与信残高に占める短期借入れの割合



出所: FRB、メリルリンチ他、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: 2000年～2018年

当社は引き続きハイイールド債よりも投資適格債を選好する。信用サイクル終盤の環境がハイイールド債のファンダメンタルズを悪化させ始めると見ている一方、企業収益の見通しについては強気であることから、当面の投資適格債のスプレッドは引き続きキャッシュフローの増加によって下支えされるものと考え

通貨

貿易戦争への懸念が高まるなか、通貨への影響は単純明快であるように思われるが、ドルの場合は必ずしもそうとは限らない。進行中の貿易戦争は、米国の貿易赤字と中国の貿易黒字の同時削減を示唆しており、貿易の流れにおける純増減の観点からは米ドル高・人民元安の材料になるように見受けられる。しかし、世界の準備通貨であるドルは、資本の流れと中央銀行のオペレーションが貿易収支の変化の効果を上回ることにより、違った動きを見せる可能性がある。米国は外国の中央銀行に巨額の国債供給を購し続けてもらう必要があるが、これはドルが準備通貨のステータスにあるため通常は問題ない。外国の中央銀行は、貿易黒字により外貨準備において常にドル余剰を維持しており、その大半は米国の債券という形を取っている。しかし、そのような購入が鈍化したり、止まったり、更には反転してしまった場合はどうなるのか。

中央銀行がドルを保有しなければならない決まりはないが、通常は自国通貨を対ドルで安定的に維持するため、敢えて保有している。もし中国人民銀行が購入を鈍化させれば、ドル安が続く一方、米国は要求される利回りが高まるであろうなかで、大幅な財政赤字をファイナンスするのがより困難になる可能性がある。これは、貿易戦争が勃発した場合には、いわゆる「最終兵器」として中国側の強力な武器となり得るものだ。当社はそういったシナリオがどのように展開するか知っているふりをするつもりはないが、これまで財政赤字をファイナンスする資金源を見つけるのにほとんど苦勞をしてこなかった米国にとって、怖気づかせられる難題となる可能性を示している。

このことはまた、ポートフォリオにおける通貨リスクをリスク選好度に対して管理することが難しくなることを示している。通常、ドル安は、世界中の中央銀行がドル安をマネタイズし国内の銀行流動性を促し成長を押し上げることから、「リスクオン」環境を伴い、ドル高はその逆に作用し「リスクオフ」を伴う。また通常、リスクオフは「資金の安全逃避」による米国債利回りの低下も伴う。しかし、以前にも指摘した通り、その関係は 2017 年の終盤から崩れてきており、債券利回りが上昇するなかでドル安が続いた。

チャート 7: 米ドル・インデックスと米国債利回り



出所: シティ他、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: 2015 年 4 月 10 日～2018 年 4 月 10 日

ファンダメンタルズ的には、バリュエーションが割高なこと、モメンタムがマイナスであること、米 FRB (連邦準備制度理事会) が利上げを行っているにもかかわらずマクロ・ファンダメンタルズが弱いことから、当社はドルに対して弱気の見方をしている。ポートフォリオ構築の観点からは、過去の相関性が地政学的な背景によって最近では維持されておらず、同じ理由でそのような乖離が続く可能性があることに鑑み、ポジションの取り方はより繊細なプロセスとなっている。当社の基本シナリオは依然として貿易戦争は勃発しないというものだが、リスクが適切に管理されていることを担保するためには、これらの動向を緊密に注視していく必要がある。

プロセス

リターンをの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
最終スコア +		

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