



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5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

米ドルは18ヶ月以上にわたって下落基調が続いてきたが、このところは強いドルが復活しており、年初来5%の下落分をもの数週間のうちに取り戻している。このドル高に加え、米国債利回りが10年物で3%付近に高止まりしていることが、新興国市場にとって逆風となっている。インドネシアの現地通貨建て債券は脆弱性懸念から下落し、トルコリラ安も加速、アルゼンチンは通貨安を食い止めるために政策金利の40%への引き上げを余儀なくされた。米FRB(連邦準備制度理事会)のジェローム・パウエル議長は最近訪れたチューリッヒで、新興国は米国の金融引き締めに対処できる状態にあると述べる一方、新興国は米国が引き締めを行うのを予期できたはずだとも示唆した。言うなれば、各国はFRBの政策動向を受けて金融引き締めの輪に加わるしかなく、自発的にそうするか、または自国通貨の急落を阻止するために否応なしに参加を余儀なくされるかの選択しかないのかもしれない。だとすれば、新興国に対して弱気な見方に転じるべき時が来たのだろうか。

新興国のファンダメンタルズは、2013年のテーパー・タントラム(FRBが量的緩和の縮小に言及したことによって引き起こされた金融市場の混乱)の時よりも大幅に良好な状態にある。世界経済の成長加速により貿易フローや資本フローが促進されてきたことも手伝って、経常収支や外貨準備高は改善している。大半の新興国では、これまでのところインフレが落ち着きを維持している。2013年の教訓から数々の財政改革が実施されてきており、新興国の基盤は昔に比べるとはるかに強固なものとなっている。しかし、それでも、金利上昇やドル高が過度に進行した場合に至る限界点は依然としてある。

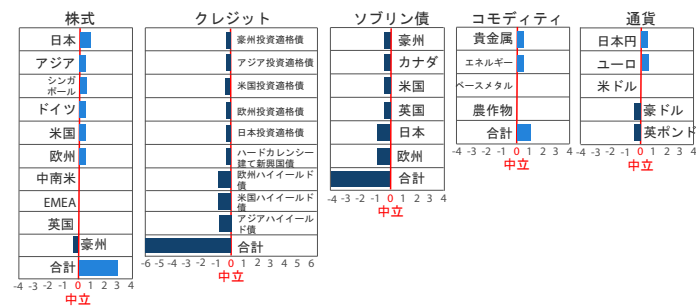
足元の米ドルの上昇は、ユーロ圏の経済指標が期待外れな内容となったことを受けて投資家がユーロのロングポジションの解消に動いたことによる米ドルのショートスクイーズ(ショートポジションの買い戻しによる踏み上げ)と見ることもできるが、一方、現時点でこの反発局面が持続するかどうかを判断するのは時期尚早だ。ありがたいことに、米国債利回りは3.05%の抵

抗線を前にどうにか反落し、今のところは幾分落ち着いている。無論、インフレが上振れすれば、FRBがより積極的な金融引き締め姿勢へとシフトし、見通しが様変わりするであろうが、失業率が記録的低水準にあるなかでも、これは当社の基本シナリオではない。世界中を見渡してもインフレは概して緩やかな状態が続いており、米国のインフレのみが著しく高進するような事態は想像しがたい。

当社では、足元のドル高を引き続き注視しているが、ドルは依然として割高で構造的に下落圧力が強く、最近のドル高は全面的な下落基調からの転換というよりも単なる調整の色合いが濃いとの見方を維持している。しかし、ドル高が引き金となって新興国によるドル建て債務圧縮の動きが広がると、ドル高は対新興国通貨で自己増殖的に進む可能性がある。ドル高は米国債券利回りの上昇に伴うのが普通かもしれないが、2018年の最初の数ヶ月間はそうはならなかった。

足元のドル高は、少なくとも部分的には、貿易戦争の可能性、米国のインフレ加速懸念、そして今では世界経済の成長の勢いにおける若干の鈍化を受けた市場の先行き不透明感を映し出している。これらの不安はまだどれも現実のものとなっていないが、全般的な市場ボラティリティの高まりが不透明感を増幅させているようだ。当社では、様々な不確定要素によってボラティリティが高まるものの、ファンダメンタルズが堅調であることや、現在の景気拡大サイクルが比較的初期段階にあることから、経済成長は持続すると考えている。

資産クラスのヒエラルキー(2018年4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。

上記のアセット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ャー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

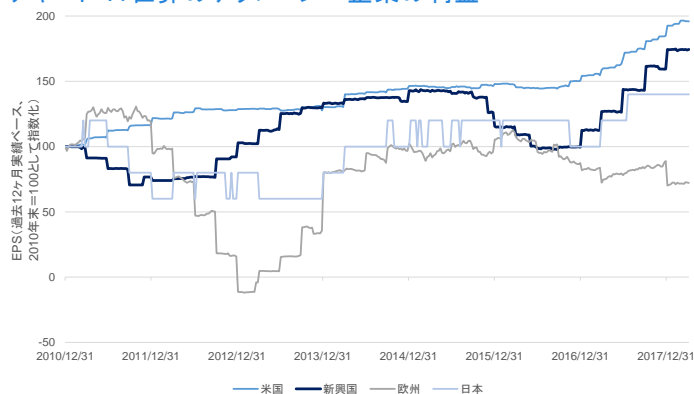
資産の選好順位は、若干の調整を加えたのみで概ね変更はない。

グローバル株式

新興国のテクノロジー・セクターは先進国の同セクターに比べて割安

アジアは当社の株式選好順位で引き続き日本に次ぐ第2位としているが、バリュエーションのスコアがニュートラルへと改善している。もはや割安とは言えないが、この改善は市場のセクター構成におけるテクノロジーへのシフトによっていくらか説明できる。米国のテクノロジー企業が過去7年間に比較的安定した収益成長を見せてきたのに対し、新興国のテクノロジー企業は2015年に収益悪化に見舞われたが、2016年序盤以降はかなりの回復を見せ、米国の水準にほぼ追いついてきている。チャート1は、新興国のテクノロジー企業(大半は在アジア)の収益を、日米欧と比較したものである。

チャート1: 世界のテクノロジー企業の利益



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: 2010年12月31日～2018年4月6日

新興国のテクノロジー企業はかなり堅調な収益成長を維持している一方、バリュエーションが予想ベースのPER(株価収益率)で米国の18倍に対し14倍と、比較的割安な水準にある。米国ではFacebookによる最近の個人情報流出・不正使用を受けて規制関連リスクが高まっていることを考えると、新興国のテクノロジー企業はこの先、米国の競合他社に対して収益面で

優位に立つ可能性も十分にある。

オーストラリアは英国の下位に引き下げ

英国はバリュエーションにおいて先進国の中で日本に次ぎ2番目に割安な市場だが、当月はモメンタムのスコアもニュートラルへと改善を見せた。当社ではブレグジット(英国の欧州連合離脱)の全体像および影響について依然懸念を抱いているが、サポート材料となり続ける要因が他にある。原油価格の堅調な動きは、石油企業が市場の16%超を占める英国株式にとって追い風となるはずだ。英国市場の資源株以外の部分はディフェンシブな銘柄の占める割合が高く、平均すると他の主要市場に比べて営業レバレッジが比較的低い。このように景気循環性が相対的に低い特性は、金融株以外の景気敏感銘柄がディフェンシブ銘柄に対して割高となっている環境では有益である。景気先行指標が世界的に悪化に転じ始めれば、他市場をアウトパフォームすることになるかもしれないからだ。最近のポンド安/ドル高は、企業の海外収益にとって幸先の良い動きと言える。ブレグジットの先行きについては引き続き慎重に見ているが、英国については選好順位をオーストラリアの上へと若干引き上げた。

オーストラリアは直近、悪いニュースが続いている。同国では過去数週間に、同国のクリケット・チームばかりでなく銀行までもが不正を働いていたことが発覚した。王立銀行委員会は業界にわたる不祥事を列挙したリストを公表した。「4大銀行」が市場の大半を占める住宅ローン分野では、ブローカーが書類を偽造して手数料を割り引く代わりに賄賂を受け取っていた。金融サービス大手AMPのCEO(最高経営責任者)は、監督当局に故意に虚偽報告を行っていたこと、また顧客が受けてもいないサービスに対して課金していたことを認め、辞任した。この副次的影響は高くつく可能性があり、新たな罰則が発表されるとともに新規制監督制度が起草され、政治家からは銀行の解体を求める声まで上がっている。アナリストが収益予想を下方修正し、なかには売り推奨を出すケースもあるなど、金融株は大きな打撃を受けている。オーストラリア株式は金融セクターが市場の3割超を占めているため、向こう数カ月は逆風に晒される可能性が高い。

チャート2: オーストラリアの金融株と株式市場全体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: 2018年1月1日～2018年5月9日

グローバル債券

ソブリン債の選好順位に変更はなく、引き続き米国に比べてオーストラリアやカナダの方が投資魅力は高いと見ている。し

しかし、より広範な債券ユニバースで考えると、アジアで際立つ市場がもう1つ出てくる。

中国国債の利回りは10年物で3.7%と、世界の国債市場の平均よりもおよそ2.0%、米国債よりも1.0%高い。利回りが相対的に優位な水準にあるのに加え、インフレ動向が落ち着いていること、また債券インデックスへの採用に伴う資金流入が控えていることから、中国債券の投資ストーリーは説得力を増している。

3月、中国債券が2019年4月からグローバル総合債券インデックスに採用されることが発表された。構成比率は2020年末までに5.5%程度になると想定され、同インデックスでは構成比率第4位の市場となる。これによってパッシブ運用から少なくとも1,000億米ドルの資金流入が見込まれるが、アクティブ運用からの需要や他のインデックスも中国の採用を検討した場合の需要が加われば、資金流入は2,500億米ドル以上に拡大する可能性がある。

当社のバリュエーション評価指標に基づくと、足元の中国債券は割高に見受けられるが、これは主にインフレ率が過去に比べてかなり低い水準にとどまっていることに起因している。2017年には、需要の増大と供給サイドの積極的な改革が相まって、PPI(生産者物価指数)がかなり大きく上昇した。それに伴って債券利回りも上昇したが、年の後半にPPI上昇率が減速し始めると債券利回りへのの上昇圧力も緩和し、利回りは低下に転じた(チャート3参照)。

チャート3: インフレ減速に伴う中国の債券利回りの低下



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: 2007年3月30日~2018年4月12日

実際、2018年の序盤に米国のインフレ不安によって米国債利回りが急上昇した際、中国債券は同時期に利回りが意外にも低下した数少ないソブリン債市場の1つであった。中国債券は新たな安全資産なのだろうか。それはまだわからないが、先進国債券が超緩和的金融政策の巻き戻しによって今や逆風に晒されているなか、利回りで先進国債券を上回る中国債券に投資家の注目が集まっているのは確かである。

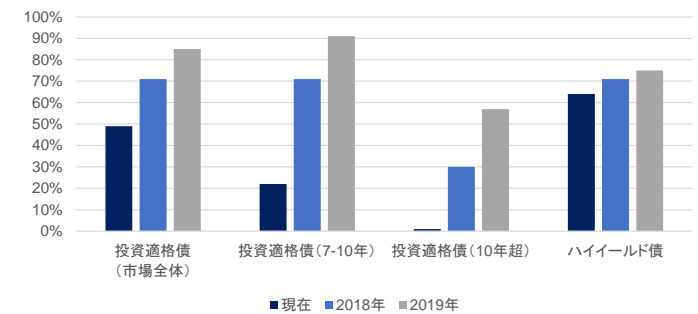
グローバル・クレジット

クレジット市場の選好順位では、欧州のハイイールド債でモメンタムのスコアがマイナスに転じたため、他地域のハイイールド債と同等の順位に引き下げた。反対に、マクロのスコアが改善した欧州の投資適格債の選好順位を引き上げた。

欧州のクレジットのファンダメンタルズは引き続き安定している。欧州の企業は米国の企業ほど積極的に借入れを増やしておらず、そのレバレッジ比率は1.2倍と、過去30年の平均である1.1倍をわずかに上回っているに過ぎない。また、欧州企業は米国とは異なり、依然として景気サイクルのより早期の段階にある。EBITDA(利払い・税引き・減価償却前利益)の伸びが続いていることから、向こう1年にレバレッジ比率やインタレスト・カバレッジ・レシオが悪化することはないだろう。欧州では経済指標の弱含みを受けてECB(欧州中央銀行)がおそらく量的緩和の縮小を先延ばしし、社債の購入を年末まで延長することにした可能性もあるため、スプレッドは拡大せず抑えられるものと思われる。

以前、ネガティブ・イールドでない債券を求めて自国を飛び出した「イールド・ツーリスト」がもたらす米国クレジットへの恩恵について述べた。しかし、FRBが利上げを継続するなか、米ドルのヘッジコストは上昇し続け、米国のクレジット債の投資魅力を後退させるだろう。米国以外でも債券利回りが上昇するため、「利回りツーリスト」は年末までに、デュレーションが長めのソブリン債や、さらには欧州の投資適格債により高い投資魅力を見出すようになるかもしれない。チャート4は、2018年末と2019年末までに為替ヘッジ後で米国のクレジット債より利回りが高くなる欧州のクレジット債の割合を示している。2018年末までには、米国のクレジット債は投資適格債・ハイイールド債ともに、その7割超において為替ヘッジ後の利回りが欧州の同種債券よりも低くなってしまったため、「イールド・ツーリスト」は母国回帰することになるとと思われる。

チャート4: 為替ヘッジ後で米国債券の利回りを上回る欧州債券の割合



出所: eVestment、UBS、その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

当社はスプレッドに対して全般的にポジティブな見方を維持しているが、現在のような市場サイクルの終盤におけるリスクについては認識している。今のところは、当社が主に懸念しているのは基となるソブリン債のリスクだ。

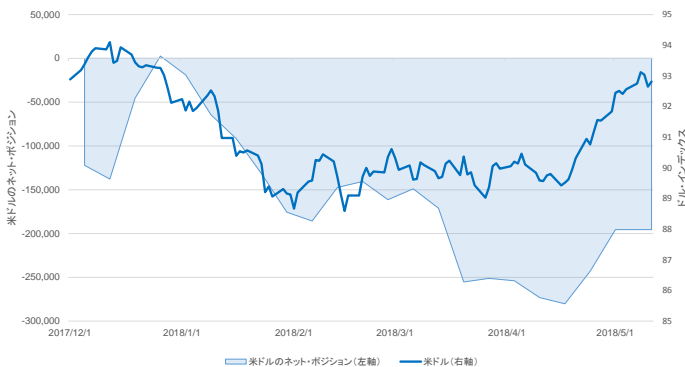
通貨

4月半ばから始まったドル高は当社の見通しに挑むかのようなのだが、通貨の選好順位に変更は加えていない。世界の準備通貨である米ドルの突然の上昇は、流動性のタイト化、余儀ない債務削減、資本流出といった悪影響を新興国全体にもたらし続ける傾向にある。4月半ばまでは新興国通貨が先進国通貨をアウトパフォームしてきたが、ドル高が新興国のアキレス腱であることがまたもや示された格好だ。

新興国の資産圧縮による「ドル不足」によって持続的なドル高が続くと判断するのは、依然時期尚早だと考える。何と云っても、ドルの上昇が始まってからまだ数週間しか経っていない。しかし、新興国への影響という意味では、このドル高の継続期間とスピードを注視していくことが重要だ。当社では、最後の痛手となった 2014 年～2015 年のドル高局面に比べて新興国の債務残高が減少していることから、ファンダメンタルズは当時よりも数段良好であると見ている。しかし、新興国が残念ながらドルでの借入れに依存している状態にあり、リスクがなくなったわけではないことも認識している。

おそらく予想通りの利上げ実施を除いては、ドル高のきっかけを米国サイドに見出すのは難しく、誘発要因は大西洋の向こう岸である欧州で最近、経済成長が予想を下回っていることだったかもしれない。昨年は経済成長が予想を上回る強さを示したため、市場では ECB が金融緩和政策を表明しているスケジュールよりも早期に巻き戻すだろうとの見方が広がった。投機筋は米ドルをショートしてユーロをロングとするポジションを大きく張った。経済成長の一服感と依然低水準にあるインフレによって ECB へのプレッシャーが取り除かれたことから、ユーロは当然のごとく下落しているが、これはドルにとって追い風である。チャート 5 が示すように、大量の投機的ドル売りポジションにおいて解消の動きが始まっており、これがドル高の要因の 1 つとなっている。

チャート 5: 米ドルの投機筋ネット・ポジションと米ドルの推移



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12月1日～2018年5月11日

ドルは依然割高であり、足元の上昇にもかかわらずモメンタムもマイナスのまま。ファンダメンタルズから見れば、世界景気に一服感はあるものの成長の牽引材料は引き続き整っており、これはドル安要因となりやすい。とは言え、潮目が変わりつつあるのかどうかの兆候を探るべく、新興国および欧州を注視していく。

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
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