



## 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6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

世界的な貿易戦争が再勃発したことにより、米国のトランプ政権の政策をめぐる先行き不透明感がこれまで以上に高まっている。カナダ、メキシコ、欧州を対象とした鉄鋼・アルミニウム輸入関税免除の失効が容認されたほか、テクノロジー分野を中心に中国からの輸出品 500 億米ドル相当に追加関税を課す案については、6月中旬までに詳細が固められ、その後すぐに発動されると見られる。これがすべて起きたのは、ムニューシン米財務長官が貿易戦争の「保留」を明言してからわずか1週間余りのことであり、米政権がいかに予測不能になったかを如実に示している。

大多数のアナリストは、貿易戦争に勝者はなく誰もが敗者になるという単純な理由から、本格的な貿易戦争に突入する可能性は依然低いとの見方で一致している。しかし、関税発動は対抗措置の応酬を招くリスクがあり、最終的に誰も望んでいなかった貿易戦争へと発展しかねない。

米国とカナダ、メキシコおよび欧州との関係は、かつてないほど冷え込んでいる。関税免除の失効容認が、すでにあった2つの争いの種、つまり NAFTA 再交渉において米国がカナダやメキシコに非現実的な要求を突き付けたことと、トランプ大統領が欧州首脳の説得をよそに米国単独でのイラン核合意からの離脱を決定したことに、追い討ちをかける格好となったからだ。

米国による最新の対中関税案は、中国が掲げる「メイド・イン・チャイナ 2025」に直接狙いを定めたものだ。このイニシアチブは、テクノロジーの発展を活用して製造業バリューチェーンにおける地位を向上させることを目指すものだ。習近平国家主席はこれを極めて重要な施策とみなしていることから、米国の要求に対して態度を弱める可能性は非常に低いと思われる。中国の政策当局者は今回の米国の発表に啞然とした様子で、その後のウィルバー・ロス米商務長官との交渉は予想通り生産的な成果を生むことはなかった。

5月に不透明感の種となったのは、トランプ政権の政策や交渉戦術だけではなく、ほかにも、新興国が厳しいストレス・イベントに見舞われ、ユーロ圏では、イタリアのポピュリスト(大衆迎合主義者)色は市場が以前織り込んでいたよりも足元で強まっている。

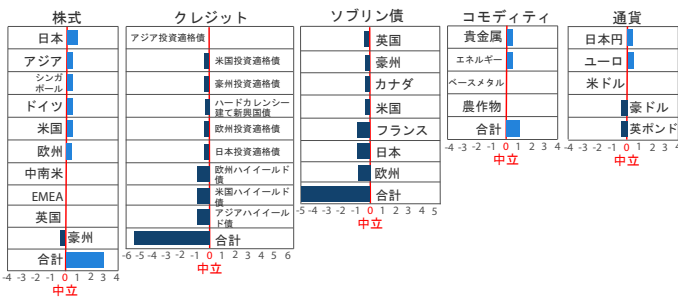
新興国は、米金利の高止まりを背景とするドル高の打撃を受けた。2013年のテーパー・タントラム[米FRB(連邦準備制度理事会)が量的緩和の縮小に言及したことによって引き起こされた金融市場の混乱]や2015年の中国人民元切り下げの時に比べると、新興国は大幅に良好な状態にあるが、多額の経常赤字を埋め合わせるために海外からの資金流入に依存しているアルゼンチンやトルコを含め、注意すべき例外も一部存在する。市場の急落がパニック状態を招き、資金が突如流出に転じたことで、アルゼンチンはIMF(国際通貨基金)への支援要請、トルコは資金の国外流出を阻止するための大幅な利上げを余儀なくされたが、今のところは両国とも危機的状況を回避している。注目すべきは、大半の新興国は対外収支が黒字であるか小幅の赤字にとどまっているということだ。したがって、今回のように新興国市場が全面的に下落した場合は、特に新興国が依然として健全な状態にあり成長サイクルの初期段階にあることから、概して買いの好機となりやすい。

イタリアでは、ポピュリスト政党「五つ星運動」と極右政党「同盟」が連立政権を発足させることができないなか、解散・再選挙となればポピュリスト勢力のさらなる躍進を許す結果となりかねないことが懸念され、混乱を招いた。最終的には連立政権の発足へと漕ぎ着けたことを受けて、市場は落ち着きを取り戻したが、それでも、ポピュリスト的発言やEU懐疑論が折りに触れて表面化する可能性は依然高いように見受けられ、市場では神経質な展開が続くだろう。最も危惧されるのはイタリアのEU離脱だ。しかし、イタリア国民は、せいぜい小さな譲歩を引き出すためにEUに揺さ振りをかけるのはよしとしても、EUからの完全離脱に向かって突き進む気はほぼないと思われる。第1に、イタリア国民は通貨にユーロが採用されていることで

非常に裕福な状況にあるが、通貨がリラに戻れば裕福さは大きく後退することになる。第 2 に、イタリアに本当に必要なのは成長であり、それを達成するために必要な改革の実施は、EU 外よりも EU 内にいる方がよほど容易である。これらの理由から、当面イタリアが EU を離脱する可能性はかなり低いと思われる。

これらの政治面や市場の動向が重なったところに追い打ちをかけたのが、最近のドル高だ。世界の経済成長がやや鈍化するなかで、米国の経済成長はトランプ減税を背景に上振れを見せたことから、ドルの大規模なショートスウィーズ（ショートポジションの買い戻しによる踏み上げ）を招いた。しかし、ショートポジションの買い戻しは概ね一巡しており、当社では構造的ドル安に戻る可能性が極めて高いとの見方を維持する。ただし一方で、ドル高がオーバーシュートして新興国を中心に打撃を及ぼす可能性があることにも留意している。

### 資産クラスのヒエラルキー（2018 年 5 月末時点）



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。

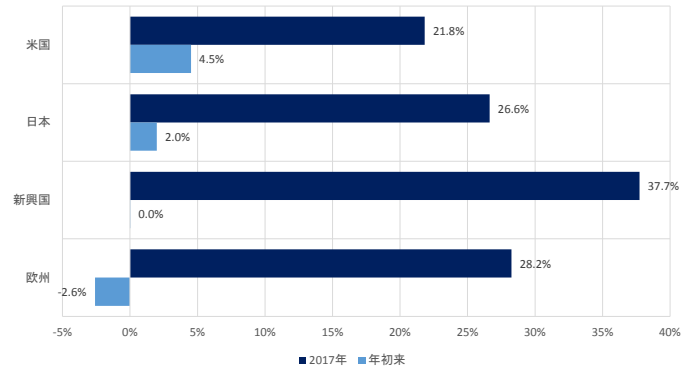
### 当社の見方

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

アジアは株式の選好順位で引き続き日本に次ぐ第 2 位となっているが、今年の株式市場のパフォーマンスは、株式市場が不透明感を忌み嫌うものだとすることをよく思い出させてくれた。チャート 1 は、世界の主要株式市場について、今年の年初来パフォーマンスを米ドル・ベースで昨年と比べたものである。

### チャート 1: 主要株式市場の年初来と 2017 年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  
2018 年 5 月末現在

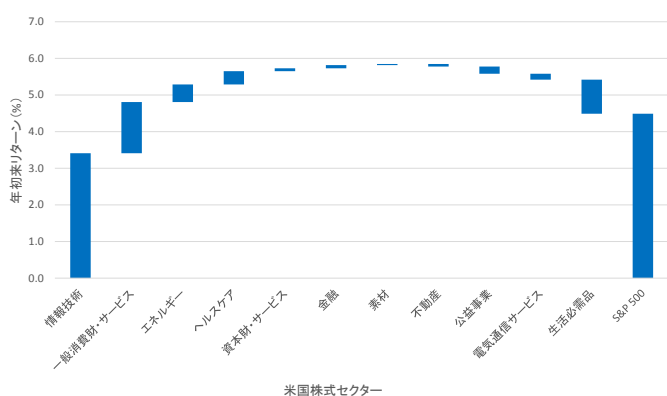
昨年新興国とヨーロッパではファンダメンタルズの改善が株式市場を押し上げ、リターンがそれぞれ 38%と 28%となった。今年は新興国株式がほぼ 0%のリターンとなる一方、欧州株式が 2.6%のマイナス・リターンとなっている。ファンダメンタルズ環境が幾分悪化しているのはほぼ間違いない。しかし、昨年と最も大きく違うのはおそらく、ボラティリティの上昇とリターンの悪化の両方を通じて、市場がようやくマクロ経済の不透明感と地政学的リスクの強まりに気づいたということだろう。

日本は株式の選好順位で依然最上位を占めており、年初から足元までの市場リターンはかろうじて若干のプラスとなっている。しかし、最も意外なのは、割高なバリュエーションをめぐる懸念から選好順位をより低位としてきた米国株式のパフォーマンスの強さだ。

実際、当社の長期リターン予想のフレームワークでは、向こう 5~7 年の米国株式のリターンは年率で 3%を下回る可能性が高いと示されている。しかし、2018 年の米国株式は既に年率換算 9%のランレートで上昇している。これは、当社の見方の説明あるいはアップデートが必要な理由として十分だろう。

チャート 2 は、米国株式の市場パフォーマンスを GICS (世界産業分類基準) のセクター・グループ別に分解したものだ。この分析からわかるように、米国株式の良好なパフォーマンスは、そのほとんど全部が情報技術セクター内の企業の株価の上昇から来ている。

チャート 2: 米国株式の年初来リターンのセクター別分解



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  
2018年5月末現在

一見、テクノロジー主導の相場上昇というのは、ボラティリティ上昇環境においてバリュエーションが割高な市場から予想される動きとは真逆のもののように思われるだろう。魅惑的なFAANG (Facebook、Amazon、Apple、Netflix、Google) 株が株式市場の中で最も割高な銘柄の一部をなしているばかりでなく、市場のリスク認識が高まった場合に最も脆弱となるのは、株価が最も大きく上昇してきた銘柄だというのが通常のケースだ。

当社が米国株式内でセクター別バリュエーションを深く分析してみたところ、それとは別の結果が示された。当社の過去相対バリュエーション・モデルによると、足元の情報技術セクターのバリュエーションは妥当であり、一方で市場全体は非常に割高であるように見受けられる。例えば、Apple 株は実績ベースのPER (株価収益率) が18倍と、市場全体の平均バリュエーションを下回っている。2018年第1四半期におけるテクノロジーセクターの利益成長率は30%近くと、市場全体の利益成長率23%をたやすく上回っている。2018年第2四半期の予想も同様に、市場全体が20%であるのに対して、テクノロジー企業は28%と優位になっている。

米国のテクノロジー企業の利益成長が続きキャッシュフローがプラスとなっていることは、不透明感の増している世界において投資家が拠り所となり得る確実性の1つなのかもしれない。したがって、米国株式全体としては慎重な見通しを維持する一方、米国のテクノロジーセクターについては見方を上方修正している。同様の流れで、本レポートでは今後、株式市場についてより詳細な見方を提供していくことになるだろう。

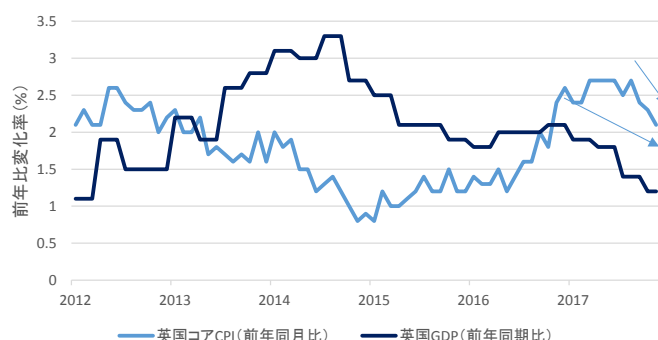
## グローバル債券

グローバル債券の選好順位では、バリュエーションのスコアが改善した英国債の順位を引き上げ、オーストラリアと並んで第1位とした。英国の経済成長が鈍化しており、インフレ率がピークを打ったとみられることも、この変更を後押しした。

英国経済は、2016年に行われたブレグジット(英国のEU離脱)に係る国民投票の余波の中でもかなり堅調に持ちこたえ、2017年前半のGDP成長率は平均で年率2%となった。経済成長の追い風となったのは通貨ポンドの大幅下落だが、これ

は同時にコアインフレの上昇を加速させた。その結果、イングランド銀行は政策金利を0.25%引き上げて0.5%とする金融引き締めを実施した。

チャート 3: 英国の経済成長率とインフレ率



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: 2012年6月~2018年4月

2018年の序盤になると、イングランド銀行が経済についてより強い確信を示し、市場は追加利上げを織り込む動きを見せ、この頃に英国債10年物の利回りは1.65%でピークを付けた。しかし、より最近では、イングランド銀行の高官は英国経済について以前ほど楽観視していない。継続中のブレグジット交渉をめぐる不透明感や通貨の回復が打撃となって、GDP成長率は潜在成長率を下回る水準に戻り、コアCPI(消費者物価指数)の上昇率も低下し始めている。

英国景気が鈍化していることに加え、イングランド銀行がより均衡のとれたスタンスとなってきていることから、当社では英国債の見通しを他の先進国のソブリン債との比較において上方修正した。

## グローバル・クレジット

グローバル・クレジットの選好順位では、アジアと米国の投資適格債をオーストラリアの投資適格債よりも上位に引き上げる一方、バリュエーションが改善したハードカレンシー建て新興国債券についても順位を引き上げた。

米国とアジアの投資適格債は、スプレッドが拡大したことからバリュエーションのスコアが「ー(ダブル・マイナス)」から「-(シングル・マイナス)」に改善した。なかなか信じがたい話ではあるが、これら2地域の投資適格債は、スプレッドの観点から見ると、日本の投資適格債とハードカレンシー建て新興国債券を除いて依然最も割高でないクレジット債券となっている。米ドル建てクレジットもののベースとなる米国債も過去1年でバリュエーションがニュートラルへと改善しており、米国では利回り上昇圧力が更に続くと思われる。当社で引き続き懸念しているのは、欧州中央銀行(ECB)と日銀が自身の量的緩和プログラムの撤廃を熟考するなか、欧州や日本の債券利回りがじりじり上昇することだ。マクロ観点からはオーストラリアの投資適格債を最上位に引き上げる。

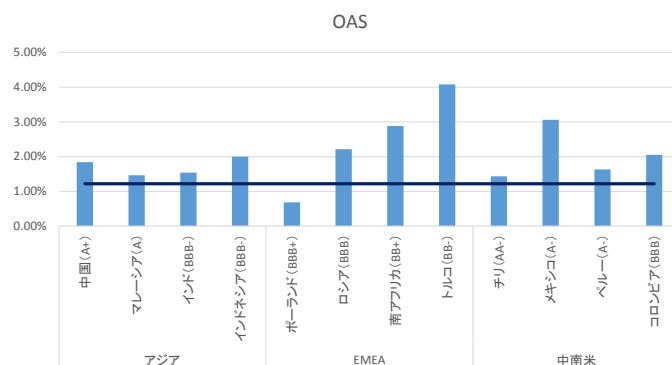
ハードカレンシー建て新興国債券についても、バリュエーション

ンの魅力が増したことから選好順位を引き上げた。スプレッドが EMEA(欧州・中東・アフリカ)地域や中南米を中心に大きく拡大したため、バリュエーションがニュートラルへと改善した。米国債利回りの魅力が増したことから相俟って、ハードカレンシー建て新興国債券のバリュエーションは適正価格となった。市場の下落は広範囲にわたったが、それをより加速させた対新興国での突然のリスク回避傾向は、トルコ市場とアルゼンチン市場の大幅下落に端を発した。両国はともに大幅な不均衡を抱えており、金融環境がタイト化するなかで国内ストレスが激化したことは意外ではないが、新興国市場が全体として売られだまるというのはあまり理に合った動きではない。

大半の新興国は大掛かりな改革を進めるとともにかなりの経済調整を経てきているが、直近の市場下落ではその違いが識別されなかった。その結果として、マクロ・ファンダメンタルズが依然追い風となっているアジアを中心に、魅力的な投資機会が見られている。

アジア以外にも投資機会はある。例えば、ハードカレンシー建てのチリ政府債は「AA-」格だが、対米国債で 1.4%のオプション調整後スプレッド(OAS)を提供している。一方で、米国の投資適格債は、平均の信用格付けが「A-/BBB+」格とより低いにもかかわらず、OASがより小さい1.2%にとどまっている。非合理的なズレがあるのは明らかであり、このズレが投資機会をもたらす。一般的には依然として社債の方を選好するが、バリュエーション面での投資魅力からハードカレンシー建て新興国債券の選好順位を引き上げる。ただし、国の選別が引き続き鍵となることには注意が必要だ。

チャート 4:ハードカレンシー建て新興国債券と米国投資適格債の OAS 比較



出所: J.P.Morgan, S&P 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  
2018年現在

スプレッドについては全般的にポジティブな見方を維持するが、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。

## プロセス

リターン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もありません。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