



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7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

金融市場は引き続き、保護主義色が増しグローバル化が後退する世界と折り合いをつけている。驚くべきはおそらく、米国が貿易相手国について関税を課したことでなく、2016年11月以来、共和党が上下院と大統領職を支配しているにもかかわらず、主要な選挙公約の実現にこれほどまで長い時間がかかったということだろう。

ある学派によると、トランプ政権は、この貿易戦争の最初の一斉砲火を放つに先立って、まず減税と財政出動を通じて景気を浮揚させることにより、ある程度の隠れ蓑にしようとしたのかもしれない。欧州や中国の経済活動が減速する中にあっても米国景気が好調であることから、トランプ大統領の貿易面での動きを支持する国民は、戦略的に言って自国が有利な状況にあると考えている。

構造的な優位性は米国の貿易赤字という形で表れている。おそらくこれが、貿易におけるトランプ大統領の強気の発言に対して国内からの反発があまりなく、同大統領の支持率が上昇し続けている理由だろう。米国は、構造的な貿易赤字と循環的な景気の強さがともに有利に働き、貿易戦争において迅速に勝利を収めると期待されている。

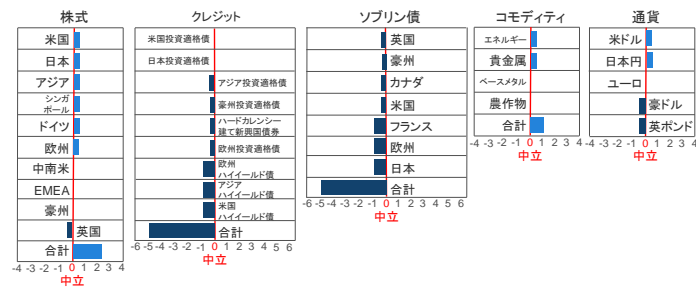
しかし、これは真実から程遠いというのが当社の見方だ。1980年代に起きた日米間の貿易衝突の経験は、たとえ十分な共通基盤を迅速に見出すことができたとしても、貿易の再交渉は長期化する可能性が高いことを示している。この事実だけからしても、貿易戦争の激化はその不透明感により、世界的に勝者よりも多くの敗者を生み出すことになると想定される。

「不透明感の経路」は次のように推測することができる。世界の貿易と経済成長に対する関税の直接的な影響は限定的なものにとどまると見られる。関税が世界のGDP成長率を低下させる度合いは1%を大きく下回ると予想される。しかし、企業の投資の鈍化を通じた間接的な影響は深刻なものになるだろう。世

界的なサプライチェーンの阻害は世界中の多国籍企業を混乱に陥れると思われる。この不透明感は企業の支出の重石となると想定され、世界の経済成長を現在エコノミストのコンセンサス予想となっている2~3%のレンジを大きく下回る水準まで鈍化させる可能性もある。当社のモデルが示すところによると、米国のGDP成長率予想が0.5%低下した場合、米国企業の税引き前利益の成長率は向こう12カ月で予想されている10%を少なくとも1%下回ることになる。これはGDP成長率の低下から来る企業利益の「適正価値」予想の修正であり、実際には、企業利益の下方修正はもっと大幅なものになる可能性がある。市場心理の悪化が、さらにアナリストによる予想の下方修正につながるかもしれないからだ。市場は最近になって、そのようなシナリオを織り込み始めた。驚くべきはおそらく、市場がそのような動きを見せていることではなく、そこに至るまでにこれほどまで長い時間がかかったということだろう。

全面的な貿易戦争が起こって企業収益が確実に後退に陥るとするのは、依然として当社の基本シナリオではない。とは言え、現段階では、ポートフォリオを下方シナリオの可能性から守るために、リスク資産に対して慎重な姿勢を強めるのが妥当と考える。

資産クラスのエヘラルキー(2018年6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測、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

資産の選好順位は依然概ね変わらないが、米国の株式およびクレジットものについては、経済がより輸出中心で対外依存度がより大きい国の同資産クラスに対して、それぞれ順位を引き上げた。米国の内需へのエクスポージャーは、全面的な貿易戦争となつて市場が無秩序な調整に見舞われた場合、日本やそれ以外のアジアに比べて相対的により有効な下方リスク・プロテクションになると考える。

グローバル株式

株式の選好順位において、米国をアジア(日本を除く)やドイツの上位に引き上げ、日本と同率の1位とした。企業収益予想の上方/下方修正の可能性を分析したところ、当月は大半の株式市場について企業収益スコアを引き下げたに至った。収益成長の見通しは依然堅調だが、実際の収益が予想を下回るリスクは増している。米国はそれ以外の市場に比べると企業収益スコアが相対的に良好となっている。

米国は、他国市場に比べて企業収益の状況がより良好で財務面での追い風がより強く、消費動向も堅調であることから、当社のマクロ・リサーチ・モデルでのランキングが最上位となっている。現地通貨ベースでの株式市場のモメンタムは、世界中の大半の市場にわたってプラスからニュートラルに転じた。しかし、米国株式は米ドル高が追加のサポート材料となっている。

米国の順位を引き上げるにあたって、最も大きな懸念要因となったのはバリュエーションだ。当社のモデルは依然、米国株式が、過去水準との比較においても他国市場との比較においても、割高なままであることを示している。しかし、以前にも論じた通り、銘柄やセクターにわたってバリュエーションに大きな乖離が見られることから、過去比較のバリュエーションは全般的な市場レベルで指標としてはあまり当てにならないのが現状だ。

日本株式には割高感はなく、マクロ・モデルにおけるランキングは米国に次いで2位となっている。したがって、選好順位においては米国と並んで最上位としている。

アジア(日本を除く)の順位を相対的に引き下げた理由は、金

融政策と流動性の両方における引き締まりをめぐって懸念が高まっていることにある。シンガポールや台湾、韓国など、経済の外部依存度が高いアジアの国々は、世界貿易と企業設備投資のいずれの鈍化からも影響を受けやすい。

一方、中国株式は「我が道を行く」ことになりそうだ。バリュエーションは魅力的な水準に近づきつつあり、金融政策のさらなる緩和と人民元安が貿易問題からの逆風を十二分に相殺する可能性がある。加えて、以前のレポートで論じた通り、中国株式市場の構成は、投資から消費へ、オールド・エコノミーからニュー・エコノミーへと既に大きく方向転換している。

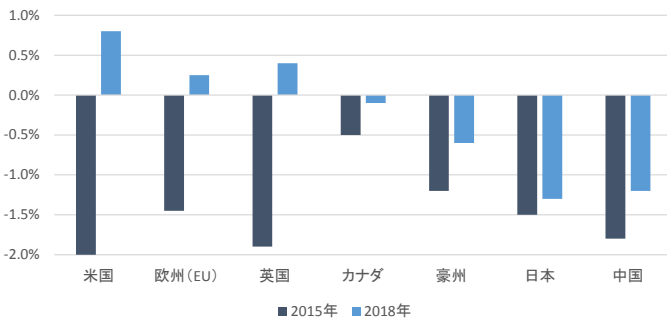
アジア以外の新興国の見通しは、ドル高が続く限りあまり明るくない。ドル高が逆風となる度合いは国によって様々だが、打撃を受けやすい国々の中でも明らかに最も脆弱なのはトルコやアルゼンチンなどだ。しかし、国によって見通しが異なるにもかかわらず、ドル高が加速するにつれて資本の流れは状況がより良好な国を差別化することが次第になくなり、代わりに資産クラス全般が売り込まれるようになる。ドル高の継続が新興国市場にとって明らかにマイナス材料であることには変わりはないが、新興国の経済成長が2015年よりも大きく健全さを増しており、一方でバリュエーションもかなり魅力的な水準となつてきていることを思い出す必要がある。当社では、慎重なスタンスを保ちながらも、何かしらの安心感が出てれば市場がそれを好感して大きく上昇する可能性があると考えている。

グローバル債券

6月のグローバル債券は、リスク資産にボラティリティーが広がったのをよそに、利回りが狭い取引レンジにとどまった。結果として、ソブリン債の選好順位に変更はなく、オーストラリアと英国が最上位のままとなっている。

ソブリン債は、債券利回りへの上昇圧力が残るなか、魅力的なリターンを創出するのは難しいだろうと引き続き予想している。こう考える理由の1つは、インフレ率が多くの国で低水準にとどまりながらも、過去3年にわたって着実に上昇を続けてきていることにある。このため、中央銀行にとっては、世界の経済大国の間でごく一般的となつてきた一連の緩和政策を実施するにあたり、失敗の余地が小さくなってしまった。チャート1は、年間の総合インフレ率から公表されているインフレ目標を引いた差を、2015年と現在で比較したものだ。

チャート 1: 年間総合 CPI 上昇率とインフレ目標の差

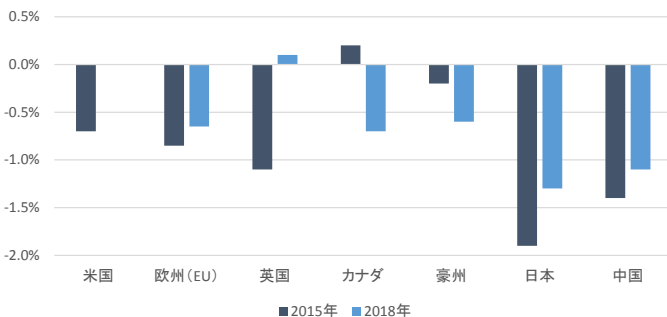


出所: 米連邦準備銀行、欧州中央銀行、イングランド銀行、カナダ銀行、オーストラリア準備銀行、日本銀行、中国人民銀行など、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成

2018年6月現在

米国、英国および欧州 (EU 加盟国) では明らかに改善が見られ、総合インフレ率がいまや目標を上回っており、すべての国でインフレ創出に成功している。しかし、周知の通り総合インフレは変動の激しいエネルギーや食品の価格に大きく影響を受けることがあるため、多くの中央銀行がするように、コアインフレ指標を考慮することも重要だ。チャート 2 では、チャート 1 の総合インフレ率をコアインフレ率に置き換え、同じ目標値を差し引いてみた。

チャート 2: 年間コア CPI 上昇率とインフレ目標の差



出所: 米連邦準備銀行、欧州中央銀行、イングランド銀行、カナダ銀行、オーストラリア準備銀行、日本銀行、中国人民銀行など、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6月現在

コアインフレ・ベースでは、米国はちょうど目標通りとなっており、英国は目標を若干上回っている。他の国々も改善を見せているが、例外が 2 国ある。カナダとオーストラリアの両国ではコアインフレ率の目標との差異が逆に大きくなっており、他国の傾向に逆行しているように見える。この乖離の考え得る理由を調べてみると、両国のコアインフレ率は 2015 年の時点で他の国々で見られた低い水準よりもかなり高いところにあったことがわかる。つまり、カナダとオーストラリアにおいては、コアインフレの正常化が実質的に高い水準からの低下という結果になったわけだ。そこで疑問となるのは、そもそもこれらの国々でコアインフレ率がより高かったのはなぜかということである。

当社では、両国でコアインフレ率がより高かった原因と想定される 2 つの重要な要因を特定した。1 つ目は、両国は 2015 年の前にコモディティ価格の好況を経たばかりであったということである。具体的には、カナダはエネルギー価格、オーストラリアは主に鉄鉱石だ。2 つ目の要因は、両国は世界金融危機

後の期間において対 GDP での家計債務比率がより高くやや上昇する状況が続き、それが追い風となって経済成長とインフレ率がより加速したということである。反対に、米国やドイツといった国々では家計債務比率がかなり大きく落ち込んだ。

多くの国々でインフレが過去最低水準にとどまっているのは確かに事実だが、同様に確かなのは、総合およびコアインフレがともに 3 年前に比べて中央銀行の目標に近づいていることだ。世界経済の成長が堅調であることが引き続き示されれば、世界の中央銀行は、実際のインフレ率と自身の目標との差が着実に狭まってきているとの認識から、金融政策の緩和について慎重に検討しなくてはならなくなるだろう。

ソブリン債に対するこの慎重な見方にとってのリスクは、冒頭で論じたように世界の経済成長が下振れするシナリオだ。それでも当社では、上段で論じたインフレ動向の乖離から、ソブリン債への投資については選別的なポジションを取る方が得策であろうと考える。

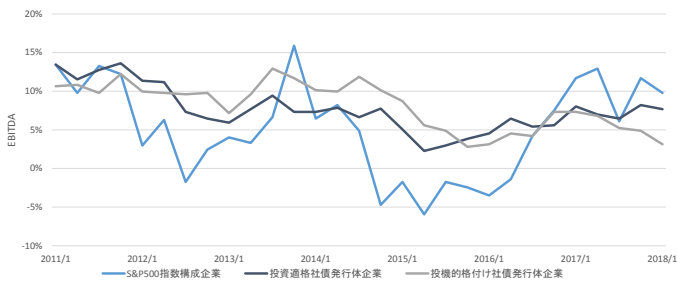
グローバル・クレジット

クレジットの選好順位については、一部の市場でスプレッドの拡大に伴いバリュエーションのスコアが上昇したことからいくつかが変更を加えたが、全体としては慎重な見方を維持している。

米国の投資適格債は、主にバリュエーションに基づいて選好順位を引き上げ最上位とした。基となる米国債と信用スプレッドはともに、当社のバリュエーション評価におけるスコアがニュートラルとなっている。しかし、当社では引き続き、基となる米国債利回りがさらに上昇すると考えており、スプレッドも一段と拡大する可能性があることと見ていることから、慎重な姿勢を維持し格付けが高くデレーションが短い銘柄を選好する。米国の投資適格社債は発行体の負債比率が依然高いが、格付けがより高い企業は高水準のフリー・キャッシュフローを創出しキャッシュを貯め込んでいるため、景気サイクルの現段階において通常よりも耐性が高まっている。投資適格社債は、過去数年にわたって発行体の EBITDA (利払い前・税引き前・減価償却前利益) 特性がより安定していることが追い風となり、S&P500 指数の構成銘柄における最近の株価上昇と同様に債券価格が上昇している。しかし、米国の企業収益は改善すると言われていたにもかかわらず、投機的格付け社債の発行体については EBITDA が当景気サイクルの最低水準に減少しており、投資適格債とハイイールド債の間でファンダメンタルズの格差が拡大している。

当社ではハイイールド債全般に対して慎重な見方を維持するが、アジアのハイイールド債については、スプレッドが約 2.00% 拡大したことを受けてバリュエーション・スコアが 2 カ月前のダブル・マイナス (--) からニュートラルへと改善したため、順位を引き上げた。これで米国ハイイールド債の順位は最下位へと下がった。

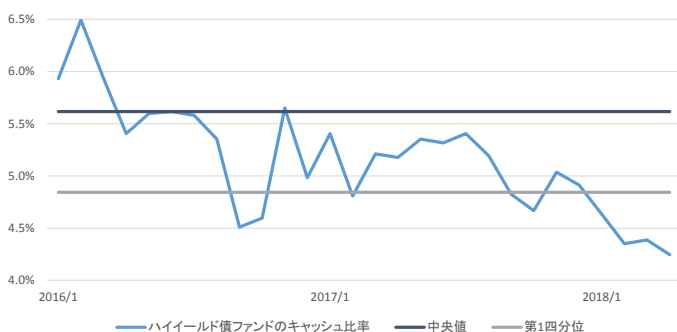
チャート 3: 株式指数の構成企業、投資適格社債および投機的格付け社債の発行体の EBITDA



出所: Bloomberg Barclays Index Services Ltd, Worldscope, FactSet, UBS
期間: 2011年1月~2018年1月

米国のハイイールド債は、スプレッドが過去最低水準にありファンダメンタルズが悪化しているにもかかわらず、年初来のパフォーマンスで引き続きトップを走っている。もっと意外なのは、米国のハイイールド債を中心に、世界中のハイイールド債ファンドが多額の資金流出に見舞われていることだ。スプレッドの拡大がしっかり食い止められている第1の要因は、米国のハイイールド債の発行額が年初来で30%減少しており、既発銘柄への買い需要が維持されていることにある。さらに、米国ハイイールド債ファンドからの200億米ドル超に上る資金流出への資金充当手段として、ハイイールド債ファンドのマネージャーは保有債券を売却する代わりに、キャッシュ・ポジションを2000年以来的平均水準の3/4を大きく下回る水準まで低減させている。このような需給要因が米国のハイイールド債を下支えしてきたが、キャッシュ・ポジションが既に低水準に保たれている中で年内に予想される新発債供給を考えると、需給要因によるサポートは徐々に後退していく可能性が高い。

チャート 4: ハイイールド債ポートフォリオのキャッシュ・ポジション(ICI(米投資信託協会)の流動資産比率)



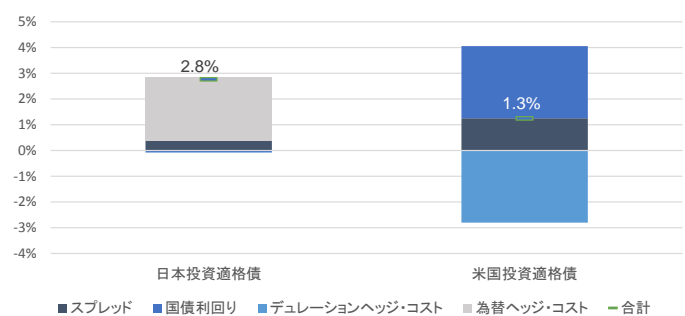
出所: ICI, UBS
中央値と分位数は2000年以降、2018年4月現在
期間: 2016年1月~2018年4月

最後の変更点になるが、日本の投資適格債を選好順位の2位に引き上げた。過去数ヶ月間、日本の投資適格債のスプレッドは、他の国々とは異なり、珍しくプラスのバリュエーション・シグナルを示してきた。しかし、基となる日本国債が当社のモニターしているソブリン債の中で最も割高であると思われることから、日銀がイールドカーブ・コントロール政策を変更するとなった場合にあり得る絶対損失を考えると、順位を引き上げるのは躊躇してきた。足元では、これもクレジットの中では珍しいことだがモメンタム・スコアがニュートラルとなったため、日本の投資適格

債の順位を引き上げることとした。

日本国債の利回りがゼロに近い場合、日本の投資適格債を国債利回りの変動リスクに対してヘッジする場合、コストは実質的にかからない。(国債利回りの変動リスクをヘッジして)スプレッドのエクスポージャーのみを取り、円の為替リスクを米ドルへヘッジした場合、日本の投資適格債は米国の投資適格債よりも投資魅力が高いと考える。しかし、本レポートでは現物でのクレジット投資を論ずることを意図しているため、スプレッドのバッファーがやや大きい米国の投資適格債の方を僅差ながら引き続き選好する。ただし、クレジット全体に対しては慎重な見方を維持する。

チャート 5: 為替およびデュレーションをヘッジした場合の米ドル・ベースでの利回り



出所: ICE BofAML など、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6月現在

通貨

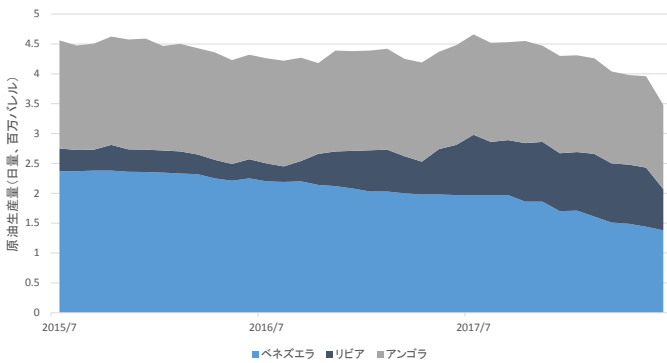
通貨の選好順位においては、当月見られた2つ重要な展開に応じて米ドルの順位を引き上げた。まず、中国人民銀行が通常は追随してきた米FRB(連邦準備制度理事会)の利上げに6月は追随せず、預金準備率の引き下げを含めて流動性緩和措置をいくつか講じたことから、金融政策の乖離がさらに進んだ。この政策変更を受けて人民元は下落し、一方でECB(欧州中央銀行)によるハト派的スタンスの継続が新たなドル高圧力を加えた。当月に見られた2つ目の展開は貿易戦争の激化で、これによって不透明感が大きく増すとともに、その過程でドルも押し上げられた。

ドルの順位を引き上げたものの、当社では、上述の新たに加わったドル高圧力が後退し始めれば、ドルは最終的には下落基調に戻ると見ている。今年の前半は米国以外の経済成長が失望的な水準にとどまり、これがドルを下落から上昇に転じさせるきっかけとなったようだ。しかし、追加的な景気押し上げ要因として米国の追い風となった減税は、特に貿易をめぐる不透明感が既に設備投資を妨げる兆しを見せていることを考えると、長く続く材料になるとは思われない。当社では依然、世界の経済成長が比較的好調なペースを維持し、その結果として最終的には成長見通しの差異が縮まることにより、再びドル安に戻ると考えている。当社の唯一の懸念は、ドル高が長期化し、それに貿易懸念が加わることによって、世界経済の回復を頓挫させてしまう可能性だ。

コモディティ

コモディティの選好順位では当月、エネルギーを貴金属の上へと引き上げた。OPEC(石油輸出国機構)は6月の総会で原油生産を日量100万バレル増やすことで合意したが、それに続いて原油価格は上昇した。これは多くにとって予想外の展開であったが、増産は一部のOPEC加盟国における生産量の減少を埋めているにすぎないため、市場は引き続き下支えされるものとする。OPECによると、それら一部加盟国での生産減少に加え、2016年11月に合意した減産量に対し実際には152%も減産され、過剰な順守率となっていた。チャート6が示す通り、ベネズエラ、リビア、アンゴラの減産を合わせると、2017年半ば以降、市場から日量100万バレルが取り除かれていたことになる。これらの国々では、国内の危機によって設備投資が棚上げされ施設のメンテナンスも十分に行われず、生産能力の妨げとなってきた。これらの国々の生産量を大きく回復させるのは当面難しい。それに加えて、イランへの制裁が2018年8月から実施される。このような生産の制約が原油価格にとって追い風となっている。

チャート6: OPEC加盟国の原油生産量



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: 2015年7月~2018年6月

金のパフォーマンスはここ数カ月、米ドルの上昇を受けて冷え込んでいる。米ドル高は当面の逆風となり得るが、地政学的リスクの高まりやインフレ圧力の増大が下値を支えるものと思わ

れる。したがって、コモディティの選好順位では引き続き、特にポートフォリオの分散における有効性から、金を上位に据え置く。

チャート7: 金価格と米ドルの推移



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: 2015年8月3日~2018年7月11日

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