



## 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8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

7月の株式市場は、投資家の焦点が貿易戦争から、高い期待をもって待ち望まれていた第2四半期決算発表シーズンの始まりへと移るなか、悲観ムードがひとまず後退した。本稿執筆時点ではS&P500構成企業の53%が決算発表を終えているが、EPS(一株あたり利益)が事前予想を上回った企業の比率は80%を超え、売上高が事前予想を上回った企業の比率もほぼ80%となった。米国からは良いニュースが続いて、第2四半期の経済成長率が4%超と2014年以来の高水準に達し、なかでも消費支出の伸びは事前予想を上回る4%へと加速した。米国以外に目を向けると、中国では、政策当局が政策を多少緩和させるシグナルを発したことで、株式市場にようやく安堵感が見られたほか、欧州株式は、トランプ米大統領とユンケル欧州委員長の貿易協議が成功裏に終わった様子であることを受けて、大きく上昇した。

楽観ムードが強まっているものの、その背後ではダモクレスの剣の如く、貿易をめぐる緊張が再燃する恐れが依然残っている。自動車関税の回避で欧州と合意したことは、中間選挙の前に通商交渉をまとめたいトランプ大統領の意向を示唆しているという点で好材料とみなされると同時に、中国に対して一段と強硬な姿勢を取りやすくするためにトランプ大統領が古くからの同盟国と和解を進めているという、よりネガティブな見方もなされた。いずれにしても、中国との交渉を再び進めるきっかけとはなっており、公式には発表されていないが、スティーブン・ムニューシン米財務長官と劉鶴中国副首相が交渉再開の道を模索していると報じられている。

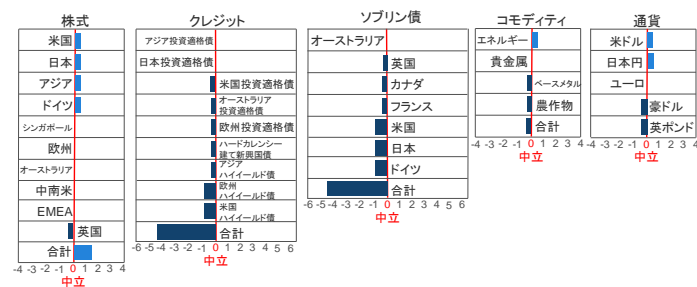
米国が中国よりも形勢有利かもしれない理由として、両国の貿易関係において中国の方がより輸出に依存していることだけでなく、米国経済の方がより好調であることが挙げられる。トランプ大統領は、11月に控える中間選挙での共和党支持を固めるために、願わくはより早い段階で通商合意をまとめようと、米国有利の状況が続いている間に徐々に圧力を強めているのかも

しれない。どのみち、両国とも貿易戦争を行う余裕はない。米国は、景気後退に陥ってトランプ大統領の2期目再選の希望が打ち碎かれるリスクが高く、中国は、繊細な舵取りが求められる債務削減取り組みにおいてコントロールを失う可能性がある。

事態の行き詰りを招いている主因は、中国の「中国製造2025」構想である。これは、補助金やインセンティブを通じて、中国のテクノロジー産業をバリューチェーンの上位へと押し上げるための戦略であり、2025年までに中国のサプライヤー企業が市場シェアを大幅に拡大することを狙いとしている。中国当局は、関心を寄せる産業に対して長年にわたり資本を投入してきたが、ハイテク産業については、国家安全保障とのつながりが強まってきており、実際、国家間の勢力均衡に影響を及ぼす存在となって事態のリスクを高めている。

現状、中国は同構想を目立たないようにし、報道関係者の前ではその名称への言及を避けているが、これまでに取り組み自体を後退させることを具体的に約束したわけではない。今のところはこう着状態が続いているが、他の国々が米国と合意に達すれば、中国もまもなく同じ行動をとる必要性を感じるようになるかもしれない。

## 資産クラスのヒエラルキー(2018年7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りなく、微調整を行うにとどまっている。株式とソブリン債における変更はモメンタム・スコアの変化が主因である一方、クレジットにおける変更はバリュエーション・スコアの変化が要因となった。

## グローバル株式

株式の選好順位は、米国を引き続き1位とし、日本とアジア(日本を除く)も同率1位としている。シンガポールについては、モメンタム・スコアが低下したことや、新たに実施された不動産市場の抑制措置が不動産および銀行セクターの重石となっていることから、選好順位をドイツの下へと引き下げた。EMEA(欧州・中東・アフリカ)は、世界的に金融環境がタイト化するなかで対外不均衡の大きい国々がますます打撃を受けやすくなっており、見通しが一段とネガティブになっているため、選好順位を引き下げた。中南米も、コモディティ安やドル高、貿易戦争懸念の継続といった逆風材料を受けて順位を引き下げた。

冒頭の投資環境概観で論じた通り、貿易戦争の影響については考察を続けているが、中期的には中国に対してポジティブな見方を維持している。中国では、成長減速や資金流動性のタイト化、デフォルトの増加にもかかわらず、企業収益予想の上方修正が続いている。貿易戦争に突入する可能性は依然として明らかにテールリスク(確率は低いものの発生すると大きな損失をもたらすリスク)だが、企業収益の軌道を左右するのは、実際のところ信用環境と政府の対応である。

ブルームバーグの集計データによると、2018年に入ってから現在までのデフォルトは、私募債9銘柄と公募債25銘柄を含め、総額約50億米ドルにのぼる。これらの件数や額はすでに大きな数字だが、さらなる悪化が見込まれており、実体経済に打撃を及ぼし得る信用環境のタイト化が大きなリスク要因となっている。

貸出しを後押しするための銀行への流動性注入を含め、より緩和的な政策へのシフトによって懸念は和らいでいくと見られる。それにインフラ投資や減税など財政政策による景気刺激策も加わり、成長見通しはポジティブさを増している。

中国当局による緩和姿勢への転換を受けて人民元は下落したが、その調整スピードの速さから、中国当局が貿易戦争への対応として通貨切り下げを継続し、2015年の夏に起こったような資本の国外逃避を再び招きかねないとの懸念が生じた。当社は、以下3つの理由からそれほど懸念していない。

1. 中国人民元は、特に欧州や日本を含む主要貿易相手国の通貨に対して割高な水準にあったが、足元では適正価値に近づいており、調整完了が近いと見られる。
2. 元安進行の速さには、関税の威嚇が急速に激化したことへの反応もあるかもしれないが、結局のところ、中国は依然として自国通貨の安定を支える意向が強い。
3. 2015年当時と比べて資本規制が強化されており、経済成長も大幅に好調であることから、資本が国外に流出する術と動機は共に限定されている。

株価は1月の高値から18%下落しているものの、企業収益予想は上方修正が続いており、経済成長を取り巻く環境が2015年よりも大幅に良好であることを映し出している。

## チャート1: 中国の株価動向と企業収益動向の比較



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7月12日~2018年7月10日

2015年当時は、需要の低迷や購買価格の下落(2015年12月のPPI(生産者物価指数)変動率は-6%)が鉱工業部門の企業利益に直接悪影響を及ぼしたことから、企業収益が急減した。供給サイドの改革が奏功して2018年6月のPPIは+4.7%となっている。これに加え、新たなインフラ投資も控えていることから、企業の売上成長は改善の一途を辿ると見られる。

鉱工業部門の企業利益が中国株式市場の重要なドライバーであることに変わりはないが、一方では「ニュー・チャイナ」部門が力強い成長を続けている。ニュー・チャイナ企業、そしてそのサプライチェーンを構成する同地域の企業は、競争力の源泉をコストの低さから技術力の高さへと置き換えることで、グローバルな多国籍企業からますます市場シェアを奪っている。従って、中国株式の無差別的な下落は投資機会をもたらしている。

## グローバル債券

ここ数カ月、当社のソブリン債選好順位は比較的安定しており、グローバル債券のポジションにおいては引き続きオーストラリア国債と英国債を選好している。ランキングの最下位近くにとどまっている市場は日本国債だ。

日銀の金融政策決定会合は、あまり注目を集めなくなって久し

いというのは過小評価であろう。7月の初めには、次の会合がこれまでとは違うものになると考える理由はまったく見当たらなかった。しかし、日本のメディアで説得力のある記事がいくつか報道されると、市場参加者は、日銀が長く維持してきた、日本国債10年物の利回りを0%近辺に保つことを目指すYCC（イールドカーブ・コントロール）政策について、微調整を検討しているの难道かと考え始めた。結局、日銀は、マイナス金利政策とYCC政策を維持する一方で、政策金利のフォワード・ガイダンスとYCC政策の実施における変動を許容する姿勢を示した。この「変動を許容する」ことが日本国債の相場に、眠っていたボラティリティを呼び起こした。

日銀の公式な声明等にはどこにも言明されていないが、直近の会合までは、10年国債の利回りの非公式レンジは-0.10%~+0.10%とされてきた。黒田総裁は7月31日の会合後の記者会見を使って、10年国債の利回りが-0.20%~+0.20%のレンジでの変動を許容することを示唆した。チャート2にみられるように、市場はすぐにこの新しいレンジを試し始め、10年国債の利回りが0.10%超へと押し上げられたが、以前であれば利回りが0.10%を超えないように実施されていた日銀の買いオペが新たには行われなかったことから、変動を許容することが暗黙のうちに確認されたようだ。

チャート2: 日本国債10年物の利回りの推移



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29日~2018年8月2日

当社では、日本国債は非常に利回りが低いことから概して投資魅力が乏しいと判断してきた。しかし、YCCの下では、10年国債を0%~0.10%のレンジで売り買いしたくなる誘惑があった。過去1年はこれが何回か投資機会をもたらしたのは確かだが、当社ではこの戦略はスチームローラーの前で小銭を拾うようなものだと考えてきた。どうみてもリスク/リワード特性があまり魅力的ではなく、見込まれるいくつかの小さな儲けの反対側には、日銀がYCCの目標値を引き上げたり当該政策を完全に撤廃したりした場合に大きな損失を被るリスクがある。もし今後、日本債券の利回りが上昇した場合は、日本国債を保有するリスク/リワードを引き続き評価・検討していく。

## グローバル・クレジット

クレジットの選好順位は、スプレッドが再び縮小し、米国の投資適格債から新興国のハードカレンシー建て債券、欧州ハイイールド債にわたってバリュエーションのスコアが低下したため、いくつか変更を加えた。アジアの投資適格債はトレンドに反してスプレッドが一段と拡大し、バリュエーションがサポート材料となっている。しかし、当社では全体的に慎重な姿勢を維持して

いる。

貿易戦争の不安から、アジアの投資適格債の信用スプレッドは年初来で0.30%拡大している。7月はアジアのスプレッドが前月から横這いとなった一方、米国の投資適格債のスプレッドは0.15%縮小した。これによって、米国の投資適格債のスプレッド・バリュエーション・スコアはマイナスに転じたが、アジアの投資適格債のスプレッド・バリュエーション・スコアはニュートラルへと改善した。ドル高が進行したにもかかわらず、米国の投資適格債に対するアジアの投資適格債のスプレッド格差は、今年前半を通じて0.25%辺りでかなり安定した推移が続いてきた。この2市場の間により目立った乖離が見られるようになったのは、トランプ米大統領が関税の第1弾を発表してからである。

チャート3: アジアの投資適格債と米国の投資適格債のOAS（オプション調整済みスプレッド）格差



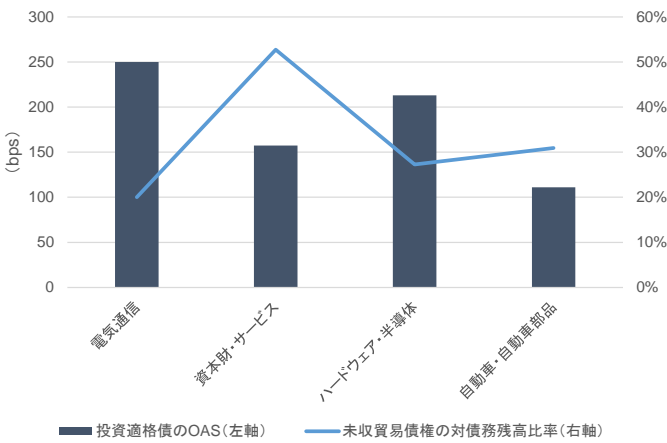
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成  
期間: 2017年12月31日~2018年7月31日

アジアの企業収益は依然堅調だが、世界の貿易が鈍化すれば悪化し得る。スプレッドの拡大により、貿易戦争の影響が、中国の経済成長率予想の鈍化とともに幾分織り込まれることになるが、スプレッドが既に十分に拡大したかどうかはまだわからない。国家のバランスシートは好調な歳入に支えられて引き続き適切な状況にあり、これによって企業の信用状況はある程度つなぎとめられるだろう。中国がさらに緩和を進めれば、内需の回復、デフォルトの抑制、スプレッドの拡大減速につながるものとみられる。しかし、貿易戦争の可能性の度合いはまだわからず、したがって、バリュエーションは改善しているものの当社は慎重な姿勢を維持し、今のところはデューレーションが短めで格付けが高めの銘柄を選好している。

米国では、好調な企業収益を背景にスプレッドが縮小した。しかし、米国の関税と中国の報復が続いた場合に起こり得る副次的影響を織り込むところまでスプレッドの調整が進んだとは考えにくいように見受けられる。自動車などの景気敏感型消費関連企業や通信、資本財・サービス、テクノロジーといったセクターの企業は直接影響を受けると想定されるが、それほど知られていないのは、貿易金融の減少から波及し得る影響だ。これらの産業は貿易借款を多用している。関税問題に起因した金融ショックによってサプライヤーとの掛け取引が縮小する事態となった場合、財政的な圧迫がサプライチェーンに沿って広がっていくかもしれない。



チャート 4: 米国の投資適格発行体に対する貿易戦争の影響



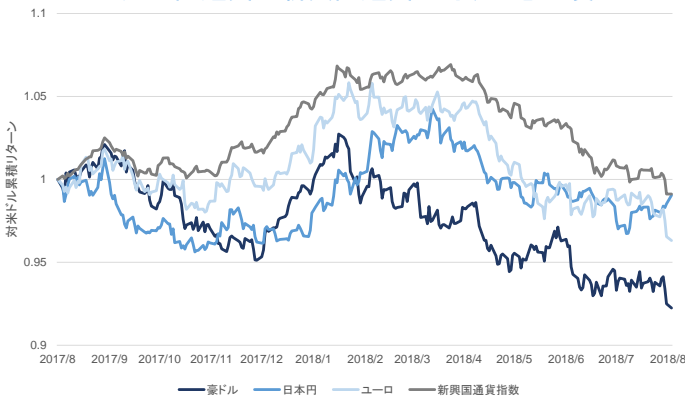
出所: 米連邦預金保険公社、UBS など、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成  
2018年7月現在

しかし、より深刻な影響が想定される米国のハイイールド債分野では、ストレスがほとんど織り込まれていないように見受けられる。貿易戦争シナリオにおいては米国の投資適格債も打撃を受けるであろうが、これは米国債利回りの低下によって部分的に相殺され得る。また、欧州のクレジット物は、企業がより世界的に事業を展開していることから、やはり打撃を受けるものと思われる。

## 通貨

先進国通貨の選好順位に変更はなく、ユーロ、オーストラリアドル、英ポンドに対し、米ドル、日本円をより選好している。この選好順位は、各通貨市場の相対バリュエーション、モメンタムおよびマクロ特性に基づきリサーチ見解を反映している一方、オーストラリアドルやユーロは、安全資産とみなされている米ドルや日本円に比べて、新興国通貨に対する感応度がより高いことから、新興国通貨の低迷が続いた場合に恩恵を受けるポジションともなっている。

チャート 5: 先進国通貨の新興国通貨に対する感応度



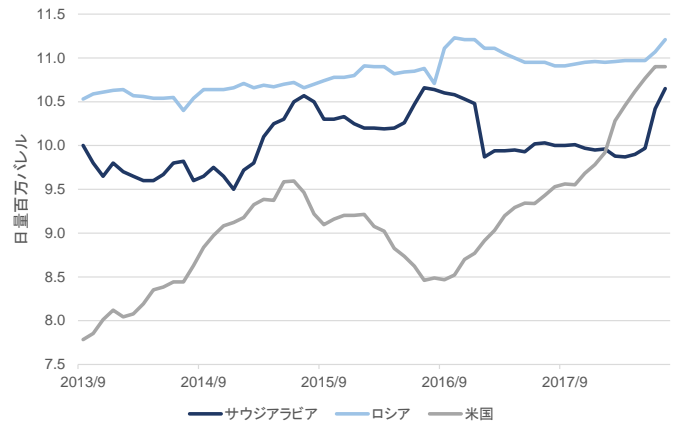
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成  
期間: 2017年8月18日~2018年8月13日

## コモディティ

7月の原油価格を左右したのは地政学的材料だった。トランプ大統領はイランの原油輸出をゼロへと減少させるべく、同国からの輸入を停止するよう各国に要請した。その報復として、イラ

ンのロウハニ大統領は、米EIA(エネルギー情報局)によると世界の海上原油輸送の35%が通る重要経路であるホルムズ海峡の閉鎖に踏み切ると警告した。1週間後、トランプ大統領は前提条件なしにイランの大統領に会う用意があると表明し、(またも)世間を驚かせた。一方、サウジアラビアとロシアは、6月のOPEC(石油輸出国機構)総会後、大幅な増産を実施した(チャート6参照)。サウジアラビアは、増産に応じなければ防衛にあたっている米軍を引き上げるとトランプ大統領が警告していたことから、特に大きな圧力がかかっていた。こういった材料がすべて、原油価格のボラティリティ上昇の要因となった。

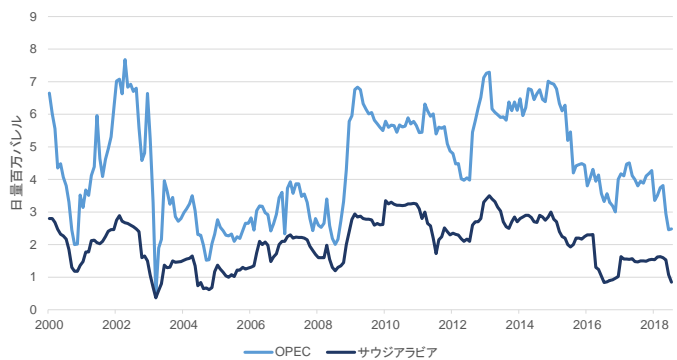
チャート 6: 主要産油国の生産量の推移



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: 2013年9月~2018年7月

地政学の行方を判断するのは難しいが、当社のファンダメンタルズ評価は、原油の供給が足元で非常に逼迫していることを示している。チャート7が示す通り、OPECの総余剰生産能力が日量約250万バレルであり、サウジアラビアの余剰生産能力は85万バレル内となっている。最後に市場がここまで逼迫したのは2008年のことで、その時は原油価格が過去最高値にまで上昇した。

チャート 7: OPECの余剰生産能力



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7月

当然の疑問として湧いてくるのは、イランが制裁により市場から締め出された場合、その不足分を埋めることができるのは誰かということだ。OPECによると、イランの現在の産油量はその最大生産能力である日量370万バレルだが、これは今のところOPEC全加盟国の余剰生産能力の合計を超えている。残りの余剰生産能力が100万バレルを切っているサウジアラビアは、今回は助け舟を出しそうにない。また、ロシアも生産量が

過去 5 年で最大となっている。最も有望な候補はおそらく米国のシェールオイル生産会社で、過去 2 年以内に 250 万バレルの生産量を追加してきた。しかしそれでも、原油価格に短期的に上方圧力をかけることなく、イランの原油輸出をゼロにする制裁を実施することは不可能だ。

## 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