



## 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9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

米中貿易戦争長期化の可能性をめぐって市場が引き続き悪戦苦闘するなか、中央銀行は金融政策運営という任務を忠実に遂行してきた。2008年以降広く実施されてきた超緩和的金融政策は、米国では徐々に巻き戻されており、他の大半の先進国でも積極的に見直しが行われている。

米FRB(連邦準備制度理事会)はFF(フェデラル・ファンド)金利の誘導目標を積極的に引き下げてほぼゼロとし、それを7年間にわたって維持したのち、2015年に利上げに転じた。これまでのところ、FRBの金利正常化プロセスにおいては0.25%の利上げが計7回実施され、0.25%だったFF金利誘導目標は現在2%まで引き上げられている。当社は、FRBが9月下旬の会合で8度目の利上げを行い、FF金利誘導目標を2.25%に引き上げると予想している。

このように金利正常化プロセスが着実に進んでいるなか、多くの市場参加者は引き締めサイクルの終了時期について予想し始めている。この問題に関しては、FOMC(連邦公開市場委員会)が、「ドットチャート」やより長期的な金利見通しが公表される半期毎の金融政策報告書を通じて、自らガイダンスを提供している。直近の金融政策報告書では、より長期的なFF金利予測が2.75~3%とされており、将来的にさらなる利上げが実施される見通しが示された。

FF金利誘導目標の適切な軌道を見極めるにあたっては、現在の政策が景気刺激的であるか引き締めの効果であるかを判断することが重要な検討事項となる。これを判断するためによく用いられるのが自然利子率あるいは中立金利と呼ばれるコンセプトで、当該金利を足元の実質FF金利と比較するという手法がとられる。中立金利とは、景気刺激的でも引き締めの効果でもない金利水準で、安定したインフレを伴った長期的な経済成長率と一致する。実質FF金利が中立金利を下回っていれば、金融政策は景気刺激的であり、経済成長の加速を後押しすると考えられる。実質FF金利が中立金利を上回る場合は、金融政策は引

き締めの効果であり、景気を減速させる効果がある。

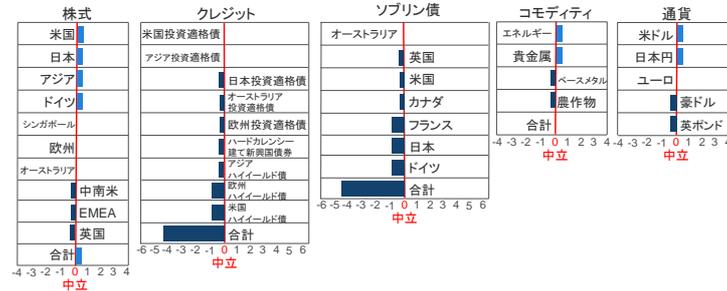
これはみずいぶん単純な話に聞こえるが、あいにく落とし穴がある。中立金利は一定でなく直接的に観測することもできないため、推定が必要となる。中立金利のコンセプトをスウェーデン人経済学者のクヌート・ヴィクセル氏が初めて紹介したのは1世紀以上前になるが、その推定の問題については、過去20年間にわたって多数の学術研究者たちが没頭して取り組んできた。中立金利の推定の難しさたるや、その尺度としての有用性自体を疑問視する向きもあるほどだ。しかし、測定が不確実であるという理由だけで、中央銀行が足元の政策スタンスの評価を試みるべきではないということにはならない。現在の政策設定がどれほど緩和的かという見解を形成することは、それが難しくかろうがそうでなかろうが、金利正常化プロセスの一環として不可欠であることに変わりはない。

中立金利の推計には複数の異なる手法があるが、それらが共通して示しているのは、中立金利が過去20年間で低下傾向にあるということである。中立金利の尺度として広く知られているローバック・ウィリアムズ・モデルの自然利子率を例にとると、2000年の3.5%から2018年6月末現在で0.61%へと低下している。実質金利を示すこれらの値にFRBのインフレ目標2%を加味すると、中立FF金利は5.5%から2.61%へと低下したことになる。この低下の理由は様々あるが、エコノミストたちが主な理由に挙げることが多いのは、米国の潜在GDP成長率の低下である。

当社では、FRBのより長期的な金利予測が2.75~3%であること、そしてローバック・ウィリアムズ・モデルによって推定される中立金利が2.61%であることを考慮し、現在の中立FF金利は2.5~3%のレンジ内であろうと推測している。市場に織り込まれている水準は、FF金利誘導目標が年末までに2.5%に達し中立領域に迫る可能性が高いことを示唆している。こうした分析から、米国の金融政策は依然として景気刺激的だが、まもなく向こう6ヶ月間でより中立的な水準になると見ている。この見方が正しいということになれば、パウエル総裁率いるFRBが

まとっているのがハトの翼なのかタカノ翼なのか分かるまでに、それほど長くはかからないだろう。

### 資産クラスのヒエラルキー(2018年8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

資産の選好順位は概ね変わりなく、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

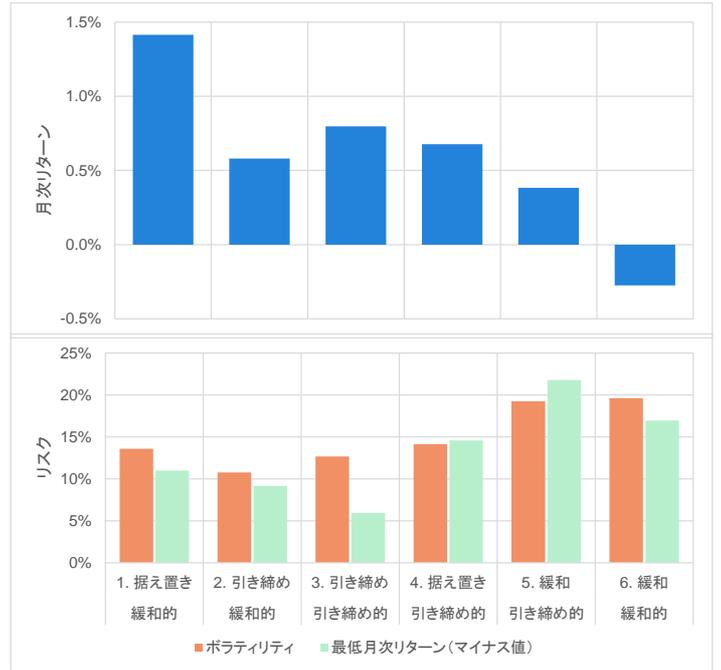
当月の株式選好順位では小幅の変更が一つのみで、これまで数カ月は日本と同率1位としていた米国を単独1位とした。日米いずれの市場もベースとなるモデルのスコアに変化はないが、今回の調整は、米国における金融環境と株式市場のパフォーマンスとの関係に関して直近行ったリサーチの結果、加えることとした。

当該リサーチは、米国金融政策の引き締め継続が米国株式のパフォーマンスに及ぼす影響をめぐる懸念から実施した。その結果が示しているのは、足元で見られている金融政策の進展だけでは、米国株式のパフォーマンスにすぐにブレーキをかけることはなさそうだということだ。

チャート1はその分析をまとめたものである。上の棒グラフは、金融政策が緩和的であった時から引き締め傾向であった時まで、様々な環境でのS&P500指数の平均月次リターンを示している。1971年以来の全データを6つの異なる局面に分類しているが、この分類は、レポート冒頭に述べたように、実質FF金利と自然利子率の相対水準に基づいて行っており、図式化するとチャート2のようになる。

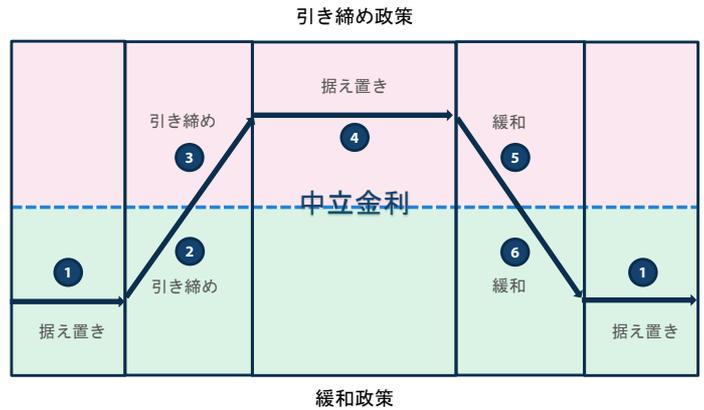
分析結果は、金融環境が緩和的な時に株式市場のリターンが最も良好となることを裏付けている。しかし、今後予想される、政策スタンスが緩和から中立へとシフトした局面でも、リターンは引き続き良好であった。

チャート1:FRBの政策と米国株式のパフォーマンス



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  
 期間:1971年1月~2018年7月

チャート2:米国の金融政策サイクルの図式化



出所:日興アセットマネジメント アジアリミテッド

堅調な経済成長や企業収益など、金融政策以外では米国株式には多くの追い風要因があり、上述の楽観的見通しをさらに明るくしている。当社では、これらが今年見られてきた米国例外論の主要因となっているばかりでなく、今後も同じ傾向が続くことを支持すると考えている。

日本株式は米国よりもバリュエーション・スコアが高いが、モメンタム・スコアでは米国を下回っている。マクロ環境は概ね似通っているが、企業収益や消費の強さでは米国の方がスコアが高い。タイブレークを制する決勝点となったのは金融政策環境と流動性の相互作用で、この点で日本のスコアは1段階低下する。

金融政策は「金融の蛇口」の設定と例えることができ、その結果として生じる流動性状況は蛇口から流れ出る実際の水に似ている。金融市場の流動性を測るのは科学というよりは芸術に近い。しかし、金融機関は実体経済において信用および流動性を促進する役割を担うことから、金融株のパフォーマンスは

しばしば流動性環境を反映する信頼できるプロキシとなり得る。このバロメーターで見ると、チャート 3 が示すように、足元の流動性は日本の方が米国よりも大幅にタイトな状況にある。

チャート 3: 日本の銀行株と米国金融株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2日～2018年9月13日  
期間の初めを100として指数化

国債の2年物と10年物の利回り格差を日本と米国で比較してみるのも有益だ。チャート 4 が示すように、日米の経済の間では金融政策や経済成長率、インフレ率が大きく異なっているにもかかわらず、当該利回り格差は両国ともに 0.2% 辺りに収斂してきている。

チャート 4: 国債 2 年物と 10 年物の利回り格差の日米間比較



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: 2017年9月1日～2018年9月14日

米国のイーロードカーブのフラットさは米国でリセッション(景気後退)が迫っている兆候なのか、それとも日欧における緩和的金融政策の継続によってイーロードカーブが世界的にフラットに抑えられていることを単に反映しているだけなのか。おそらく现阶段では、この両方の要素がともにいくらか作用していると言えるだろう。米国で長期債利回りが経済状況のみに基づくと妥当と考えられるよりも低い水準にあることから考えて、流動性状況は引き続き追い風材料になるとあらためて結論付けることができる。

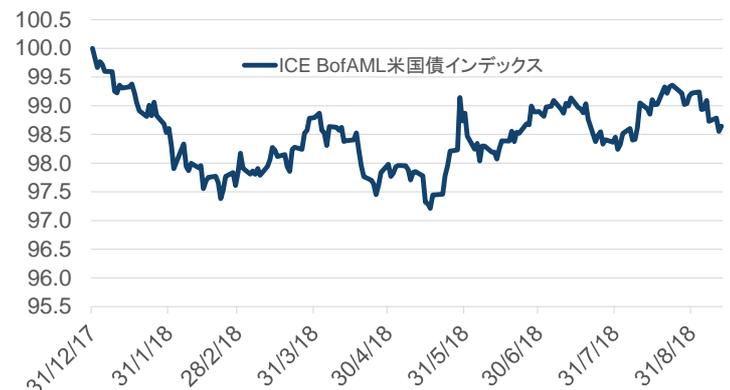
## グローバル債券

今年の大半において、当社ではネガティブな見通しを持っている米国債に対し、多くの他のソブリン債市場を選好してきた。し

かし、直近の選好順位では米国債に対してよりポジティブになっており、その見通しを中立寄りに引き上げた。一方、フランス国債については順位を引き下げ、ドイツおよび日本と並んで最も選好しないグループとした。

米国債は今年、主要な先進国国債市場の中でパフォーマンスが最も低迷してきた。低迷の主因は年初の2ヵ月で、米国債10年物の利回りは約2.9%へと0.5%超上昇した。しかしそれ以降は、利回りは2.8~3%のかなり狭いレンジで推移しており、それを上回ったり下回ったりしたのは短期間にとどまっている。その結果、米国債市場のリターンは年初来でマイナスとなっている。

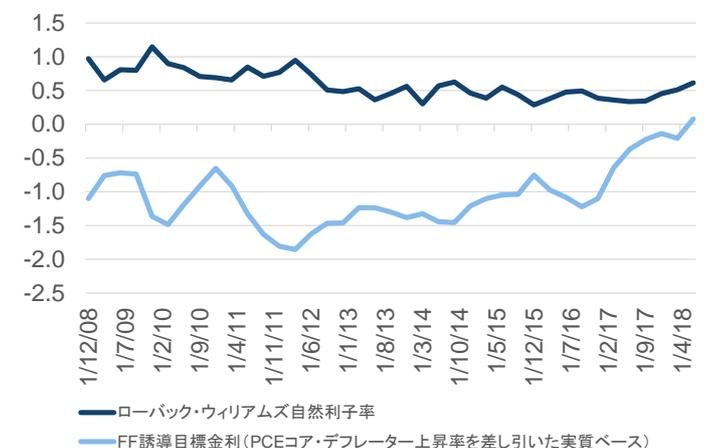
チャート 5: 米国債市場のパフォーマンス



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  
期間: 2017年12月31日～2018年9月12日  
期間の初めを100として指数化

米国債券に対してよりポジティブな見方をするようになった主な理由の1つは、FRBの政策の緩和度が大きく後退したからだ。冒頭で言及したように、FF金利は中立スタンス寄りの水準に急速に近づきつつある。世界金融危機後の期間には、実質FF金利は経済成長への刺激を促すべくマイナス領域に置かれてきたが、6月に行われたFRBの直近の利上げ後にプラス領域に戻った。市場に織り込まれている通り、今年の9月と12月の両FOMCで利上げが実施されれば、実質FF金利はプラス領域に根付くとともに、中立水準に近づくにつれ、もはや緩和的ではなくなる。

チャート 6: FF 誘導目標金利と中立金利



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: 2008年12月31日～2018年6月30日

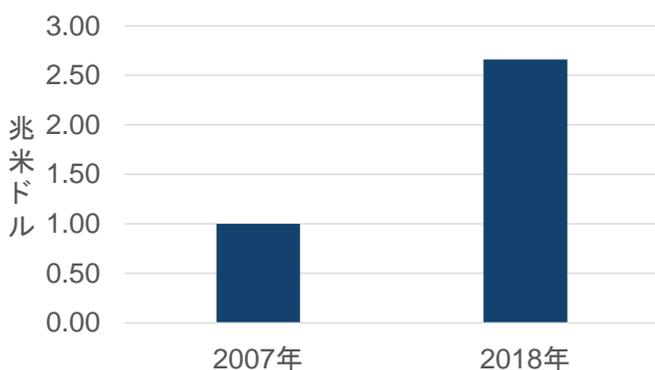
金融政策は時間をおいて経済成長に影響を与える傾向があることから、2018年のFRB金融政策変更による経済支援効果の減退は、2019年に現れてくるだろう。加えて、目下、世界に拡大している貿易問題は、米国債のように安全な避難先となる資産への需要を引き続き煽るものと思われる。しかし、その反面、インフレは上昇してきており、コアインフレ率が今ではFRBの目標である2%に達している。したがって、米国債に対し手放しに強気の見方をするというわけではないが、それでも、より建設的な見通しが正当化されると考える。

## グローバル・クレジット

クレジット債券の選好順位では小幅の変更を行い、アジア投資適格債のスプレッドのバリュエーション・スコアと日本投資適格債のモメンタム・スコアが中立からマイナスへと悪化したことから、これらをともに米国よりも下位に引き下げた。米国債の選好度を引き上げたことがサポート要因となって、米国およびアジアの投資適格債が選好順位の上位をキープしているが、当社では依然、クレジット債券全般に対して慎重なスタンスをとるのが得策と考えている。

米国経済は引き続き堅調に成長している。FRBがより緩和的な政策スタンスをとれば、米国経済の持続可能な成長率は一段と高い水準に達することができるかもしれない。しかし、企業のバランスシートにおける債務残高水準が高いことから、景気サイクルの終盤に近づくにつれ、キャッシュフローの持続可能性が重要性を増してくる。一部の企業は、売上げの伸びを維持するためにすら、借入れを増やさなければならない圧力に晒されている。金利が上昇すれば、マージンの縮小を受けてキャッシュフローは最終的に悪化し、信用格付けの引き下げにつながる。

チャート7:米国のBBB格企業(金融セクターを除く)の債務残高



出所: S&P グローバル・レーティングス  
2018年9月現在

通常であれば、このような影響は投資適格債分野ではより軽いものにとどまるだろう。しかし、米国の投資適格発行体における信用の質は、ここ数年で全体として悪化している。1990年代には、BBB格債は米国投資適格債市場(金融セクターを除く)の約25%を占めるにすぎなかったが、以来、その割合は50%近くにまで拡大している。発行残高でみると、BBB格債は2007年以來、1兆米ドルから2.6兆米ドルへと3倍近くに増えている。これを大局的な視点で見ると、ハイイールド債の市場規模

が総額で1.2兆米ドルにすぎない。2016年には、BBB格企業のおよそ18%が「墮天使」(債務格付けが投資適格から投機的水準に引き下げられた発行体)となり、ハイイールド債/ジャンク債ステータスに引き下げられた。いくつかの予想によると、2018年は「墮天使」債の総額が800億米ドルに上る可能性がある。米国のBBB格債とBB格債のスプレッド格差が0.7%程度しかないことを考えると、投資家は「投資適格」債の購入によって想定していたよりも大きな損失に直面することになるかもしれない。

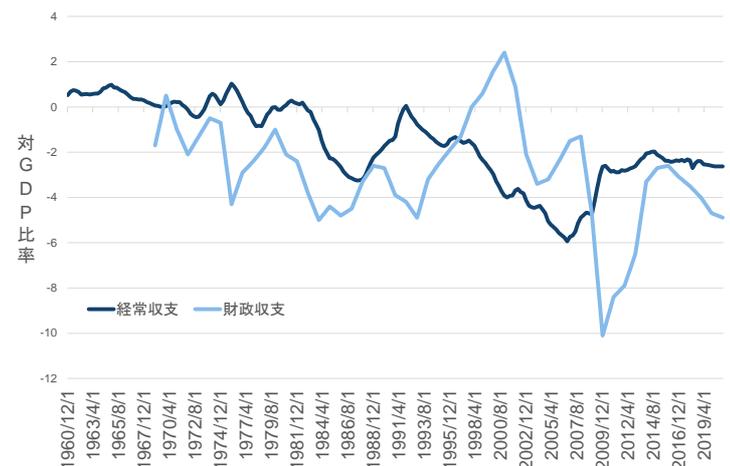
したがって、当社では慎重なスタンスを維持し、当面は格付けが高めでデレーションが短めのクレジットものを選択する。

## 通貨

通貨の選好順位の最上位は引き続き米ドルとしているが、4月半ばに始まった上昇基調は失速していくかもしれない。まず、FRBの利上げは引き締めサイクルの終わりに近づきつつあると想定され、市場はまもなく来年の後半に予想される欧州の利上げに焦点を当て始めるだろう。次に、米国では力強い経済成長が続いているものの、もはや予想から上振れすることはなくなってきたおり、一方で世界の他の地域では成長が予想以上に堅調なように見受けられる。今日では、米ドル高を維持している主要因は新興国におけるリスクの上昇と貿易懸念であるようだ。

トランプ大統領が関税対象範囲を広げ続けている一方で、今回の交渉が11月下旬まで予定されていないことから、貿易戦争のリスクはすぐには消えないだろう。いずれにしても、これまでの調整を考えると、双子の赤字が拡大するなかでバリュエーションが割高となっていることから、ドル高の正当性を主張するのは難しい。

チャート8:米国における双子の赤字の拡大



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: 1960年12月31日~2020年12月31日

現時点での重要なポイントは新興国のストレス、つまり政策当局がリスクは抑制されていると市場を確信させられるかどうかだ。トルコとアルゼンチンは必要とされる厳しい政策を選択しているようだが、上手くいくかどうかは時間が経ってみないとわからない。当社では、新興国のリスクは構造的ではなく個別国特

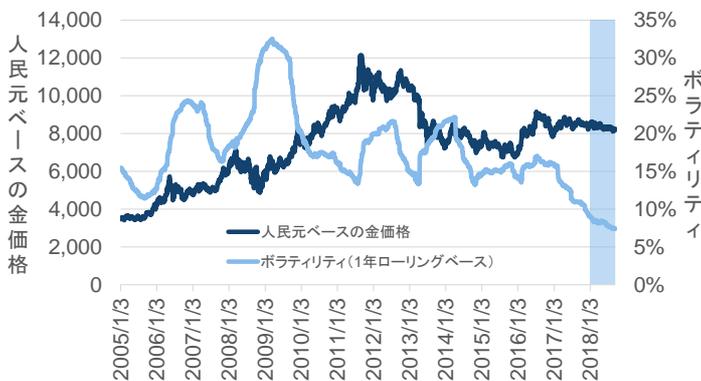
有のもので、市場全体の反応は合理的ではなく感情的なものだとかかなりの確信をもって考えているが、不安が解消するには堅実な政策ステップと多少の時間が必要とされるだろう。

## コモディティ

### 人民元の金本位制化？

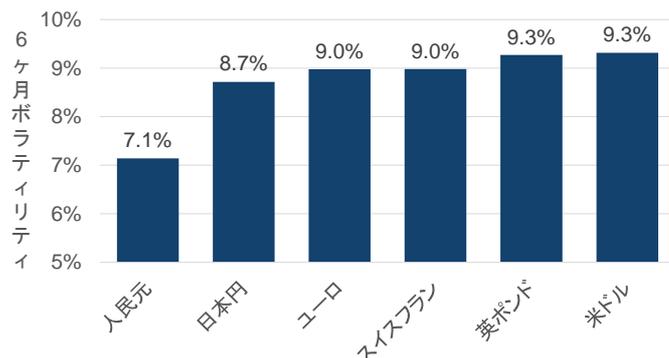
4月から8月の間に、金価格は米ドルベースで13%下落した。このパフォーマンスの冷え込みは多くにとって予想外であり、新興国の混乱や貿易関税、米国・イラン間の緊張などのストレスが高まっている時に金が資金の安全な避難先とならなかったことについて、疑問が持ち上がった。今回の金価格動向の多くはドルと実質金利で説明できるが、当社が特に注目したのは、金価格が対人民元で、過去との比較(チャート9)においても主要通貨との比較(チャート10)においても、最も狭いレンジで推移しているという点である。

チャート9: 金価格の対人民元でのボラティリティ



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: 2005年1月3日～2018年9月12日

チャート10: 主要通貨に対する金価格の6ヶ月ボラティリティ



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

これは人民元の国際化への新たな手段で、ドル覇権を終わらせる長期計画の一部なのだろうか。2018年3月、中国は人民元建ての原油先物取引を正式に開始した。それより前の2017年7月には、香港でオフショア人民元建ての金地金先物の取引が開始された。したがって、世界の石油輸出業者は今や原油を中国に売り、売却代金として受け取った人民元を、ドルを介することなく直接、金に換えることができる。これが非常に重要なのは、FRBが流動性を引き締め、米国の力強い経済成長が多額の資金流入を招き、トランプ政権が貿易赤字対策に注力するなか、米国外でのドル流通量が減少するであろうことが明らかになりつつあるからだ。

ある意味、これはまた多くの国にとっても懸念材料である。米国が他国との対立への対応においてドルを武器として使おうとしているためだ。人民元国際化への道程は依然長いが、金本位制(または、中国政府が固定レートでの兌換をまだ表明しておらず、おそらく今後も決してしないであろうことから、疑似金本位制)は訴求力と真実味を増している。

## 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