



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10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

米国とカナダとの間で貿易交渉がついに妥結され、これにメキシコとの協定を合わせて「USMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)」と改称されることとなったが、従来のNAFTA(北米自由貿易協定)に多少の微調整を加えたものと表現するのが適切かもしれない。今回の協定は保護貿易主義寄りの内容となっているが、おそらく最も物議を呼びそうなのは、「非市場」経済国との貿易交渉についてはすべて通知を義務付けるという新条項だろう。これは、カナダとメキシコによる中国との貿易協定交渉に対し、米国に実質的な拒否権を与えるものだという声もある。いずれにせよ、世界中での貿易をめぐる小競り合いを概ね解決した米国が、貿易問題の焦点を中国に絞っているのは明らかだ。

11月下旬に予定されているトランプ大統領と習近平国家主席の首脳会談をはじめ、米中間でなんらかの貿易協定締結が実現するのではとの希望的観測は依然あるが、単なる貿易不均衡問題にとどまらない域にまで達した緊張が長引く可能性が高いことはますます鮮明化している。米国の経済や株式市場の方が相対的に堅調であることから、米国がこの闘いに勝利を収めつつあるように見えるかもしれないが、貿易戦争は終わりからは程遠い。

米国は景気サイクル終盤での財政出動による景気押し上げ効果で「シュガーハイ(血糖値の上昇による興奮)」のような状態にあり、中国は債務削減の取り組みに伴う経済成長鈍化を乗り切ろうとしているところだ。しかし一方で、米FRB(連邦準備制度理事会)は継続的に金融政策を引き締め、中国では今や政策が確実に緩和領域に入っており、形勢が(少なくとも多少は)変化することは想像に難くない。

関税による経済への直接的影響は米国より中国の方が多少大きいですが、景気刺激策によってその穴を埋め合わせようとする取り組みが行われていることから、依然として対処可能な範囲であるように見える。一方、定量化することがより難しいのは貿

易戦争の間接的な影響で、主にはサプライチェーンの混乱だ。より付加価値の低い製造部門についてはベトナム等へ移転するなど、サプライチェーンの変更が進んでいることは間違いないが、そうした動きには時間がかかり、その過程において太平洋の両側で企業のマージンが圧迫されることになる。

トランプ大統領は米国株式市場の上昇を自身の政策の功績として自賛したが傾向があるため、市場が下落すれば、より深刻な影響が出てくる前にトランプ大統領は中国から何らかの合意を取り付けようと行動することが想像される。トランプ政権は、極めて厳しい要求を突き付けておいて、そこから譲歩することで交渉をまとめてきた実績があるだけに、対中国でも当てはまると仮定するのは妥当だろう。しかし、中国の場合は、溝が深いことから、異なる姿勢を見せるかもしれない。米国株式は企業収益や成長という観点からは依然磐石のように見えるが、貿易戦争による企業マージンへの影響の展開は明らかに注目ポイントだ。

もう1つの注目ポイントは、先進国の中で着実な金融引き締めの動きが広がっていることだ。今のところは利上げを行っているのは米国だけだが、片やFRBがバランスシートの縮小を進め、片やECB(欧州中央銀行)が2018年末での資産購入終了を予定しているなか、世界金融危機以降で初めて中央銀行のバランスシートが全体として縮小することになるが、これは事実上、価格形成の力が完全に市場に戻されることを意味する。

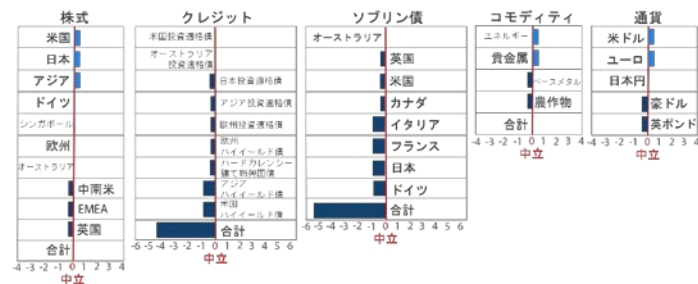
金融環境はタイトな状態には程遠いが、安価な資金調達という形の流動性の波は明らかに引きつつある。トルコやアルゼンチンで危機が急速に進んだことは、潮目の変化を映し出している。今のところ、いずれの国も対外不均衡に対処するべく大胆な政策対応に打って出たことから危機の深刻化は回避されているが、これらの出来事の展開は、質の高い資産を見分けることの重要性を再認識させるものだ。

トルコやアルゼンチンの不均衡は、新興国が全般的に抱える問題を示しているというよりも、個別国に特有の問題という色合

いが強い。しかし、両国の不均衡は水準としては特にひどいと言えるかもしれないものの、決して珍しいケースではなく、したがって当社では、新興国と先進国の両方を含め、市場全般にわたって慎重かつ選別的な姿勢を維持している。純貯蓄状態のアジア諸国は引き続き、流動性環境のタイト化の影響を比較的受けにくい、一部にはドル建て債務に関連する問題が存在する。

新興国を中心としてリスク資産に直接影響を及ぼすドル高も重要な注目ポイントだ。ドルは対 G7 通貨では 5 月以降大きく動いていないが、一方で新興国通貨は対ドルで苦戦してきている。その一因は貿易戦争にもあるが、主因はトルコやアルゼンチンを震源地として新興国全般に及んでいるストレスだ。危機の深刻化が回避されていることから、当社ではドルが安定化する可能性は十分にあると見ており、そうなれば新興国資産にとって追い風となるだろう。当然ながら、主なりリスク要因はストレスのさらなる深刻化である。そうしたシナリオではドル高が継続する傾向にあるが、FRB が金融引き締め政策を維持する一方で中国人民銀行が緩和政策をとっている状況下では、その傾向は特に強まると思われる。

資産クラスのヒエラルキー(2018年9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。株式とソブリン債の選好順位には変更を加えなかった一方、クレジットの選好順位では投資適格債とハイイールド債で微調整を行った。通貨ではユーロを日本円の上位へと引き上げた。

グローバル株式

株式の選好順位に変更はないが、リスクが高い資産に対しては全体として慎重さを徐々に強めている。当社のモデルでは、ドイツとアジア(日本を除く)のモメンタム・スコアが中立からマイナスに低下したため、両市場の総合スコアが1段階低下し中立となった。他市場でそれを相殺するようなスコアの上昇がないことから、先進国株式の分野全体でスコアが中立よりも高いのは米国と日本のみとなる。

先進国市場のバリュエーションは、米国を除けばもはや割高で

はないが、十分に魅力的というわけでもない。一方、モメンタム・スコアは悪化が続いており、今やオーストラリア以外はすべて中立かマイナスとなっている。マクロの見通しは米国については良好だが、それ以外の市場については不透明であり、マクロ見通しのスコアはよくても中立にとどまっている。

このような背景の下、当社では今年の新興国の混乱がもたらした各市場固有の投資機会に注目している。特に強調したいのは、資金流動性が世界的にタイト化している環境においては「神聖にして犯すべからざる」市場はないということで、インド株式のようにかつては世界の投資家のお気に入りであった市場も例外ではない。

当社の新興国リサーチ・プロセスは2月以来、インドについてオーバーウェイトのスタンスを示してきたが、当社ではこのスコアを2カ月前に引き下げた。バリュエーションが他市場比較ですでに割高であったのに加え、過去比較でも中立から割高へと変わったからだ。輸入エネルギー・コストの上昇やルピー安、一段の金融引き締め見通しに伴う財政悪化リスク、政治的不透明感の増大、金融および消費関連企業を中心とする収益の予想未達、広範にわたる収益性の悪化など、マクロ面での懸念も顕在化し始めていた。

以降、インド株式は8月下旬の高値から10%調整しており、Infrastructure Leasing and Financial Services (IL&FS)社のデフォルトによって引き起こされた金融危機が引き続き足を引っ張っている。同国の財務省によると、このデフォルトの影響で1,500もの小規模ノンバンク金融会社(NBFC)がライセンスを失う可能性がある。IL&FSグループはNBFCの全銀行エクスポージャーの16%を占めている。これらのNBFCの資金調達コストが上昇することにより、自身や他の金融機関にとって困難な流動性環境になるものと思われる。

アルゼンチンとトルコ、そして今やインドのNBFCに共通していることは何であろうか。緩和的流動性状況に過度に依存してきたという明白な答えの代わりに、3カ国はすべて、熟練したアクティブ・マネージャーにとって対パッシブ・ベンチマークで付加価値を提供する素晴らしい機会となってきたと申し上げておきたい。

グローバル債券

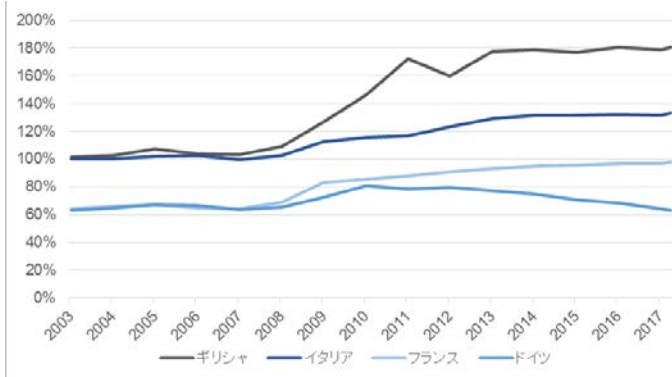
債券の選好順位も前月から変更はないが、リサーチ対象を拡大してあらたにイタリア国債を含めることとした。イタリアは米国およびカナダの下位となり、中立配分と考えている少数国グループの一角を占めている。

もちろん、イタリア債券は最近、同国政府が欧州委員会(EC)にとって容認できるような予算の策定に取り組むなか、「大きな話題」となってきた。考えにくかった五つ星運動と右派の北部同盟の連立政権が成立し、選挙で公約した貧困層への最低所得保障や減税、退職年齢の引き下げなどを実現するために、財政赤字を拡大させようとしてきた。

ECの規則では、加盟国は債務残高が対GDP比で60%、財政赤字が対GDP比で3%を超えないようにすることとなっている。イタリアの場合、政府の予算案は2.4%相当の赤字となり、ECの上限は十分に下回るものの、前年の赤字の2倍を超え

る規模となる。対 GDP 比で 133%という多額の債務残高は、EU のなかでギリシャに次ぐ 2 番目の大きさであり、イタリアは債務水準を削減するより一層の努力が期待されている。

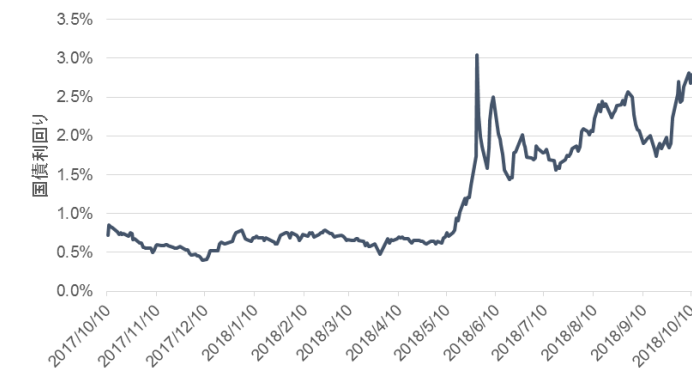
チャート 1: 政府債務総額の対 GDP 比



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: 2003 年 12 月 31 日～2018 年 3 月 31 日

これは通常、イタリアに対してさらなる緊縮財政を求めることを意味し、間違いなく物議をかもす改善策だ。確かにイタリアでは微妙なトピックであり、緊縮財政に対する強力な反対票が現在の連立を政権の座につかせる後ろ盾になったと想定される。したがって、この政府が初年度の予算で緩やかな財政拡大を求めているのは驚くことではない。現在の予算案は市場や EC の気に入るものではないかもしれないが、選挙直後の対 GDP 比 5～6%という終末的な財政赤字予想とは雲泥の差である。

チャート 2: イタリア国債 5 年物の利回り



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 10 月 10 日～2018 年 10 月 10 日

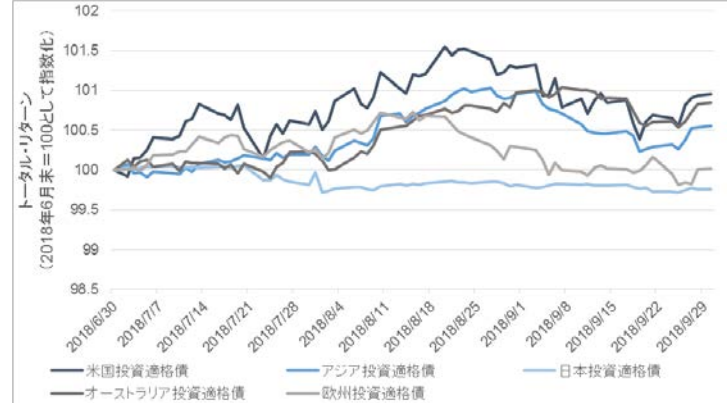
イタリア債券は当然のことながら変動の激しい相場展開となり、5 年債の利回りは 1.5%～3%と非常に幅の広いレンジで推移してきている。そして、おそらくは直感的な印象に反して、このような借り入れコストの急上昇こそが、政府の最悪の衝動に対して効果的な抑制力となり、両サイドからの予算交渉者に即座のフィードバックを提供している。当社では、イタリアと EC は最終的に市場が耐え得るような合意に達すると予想しており、そうならば現在の債券利回りは魅力的な投資機会と言える。

グローバル・クレジット

クレジットの選好順位では、マクロ・スコアの若干の変化を受けて、オーストラリアの投資適格債と欧州のハイイールド債を引き上げる一方、アジアの投資適格債を引き下げた。米国の投

資適格債は、元となる米国債の利回りが 3.2%を超えているとともにスプレッドが年初よりも若干拡大していることで、資産クラスとしてのバリュエーションの魅力度が相対的に増しているため、今のところは最上位に据え置く。

チャート 3: 過去 3 カ月のヘッジ・ベースでのトータル・リターン

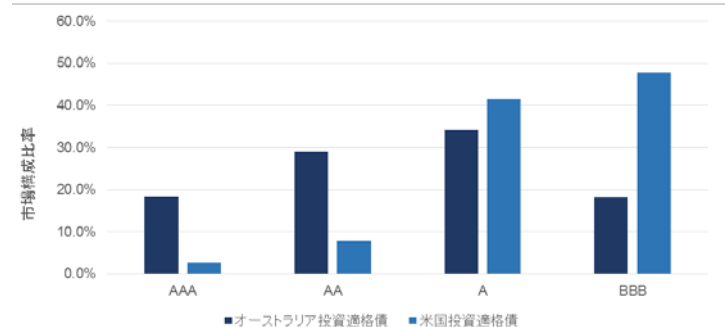


出所: ICE バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチなど、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成
期間: 2018 年 6 月 30 日～2018 年 9 月 30 日

当社では、オーストラリア準備銀行が当面は政策金利を据え置き、そのため基準となる国債の下値リスクが限定されると見ていることから、これまでしばらくオーストラリアの債券を選好してきた。実際にポートフォリオでオーストラリアの投資適格債を保有してきた一方、バリュエーションが割高なため選好順位は引き上げてこなかった。しかし、マクロの観点からは、依然として選好する市場の 1 つである。

オーストラリアの社債は、発行体の負債比率がその他の国々に比べると低めの水準にある。オーストラリアの企業は、自社株買いや増配の原資として借入れを増やしては来ておらず、むしろ利益を負債の返済・縮小に充てるのが一般的だ。このため、オーストラリアの社債市場の平均格付けは「A+」となっており、格付けが「A-」未満の銘柄が占める割合が、米国では 50%近いのに比べ、20%に満たない。オーストラリア社債市場の平均利回りはヘッジ・ベースで米国の投資適格債よりも 0.5%低いですが、デュレーションが米国の半分程度で平均格付けが 2 段階も高いことを考えれば、この利回り格差は妥当と言っていだらう。

チャート 4: 格付け別市場構成



出所: iBoxx 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 9 月

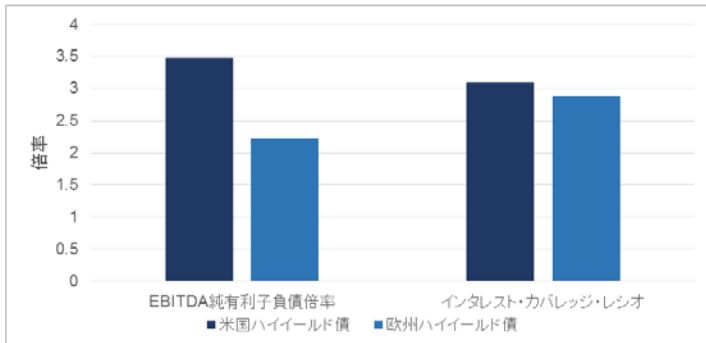
新規発行はかなり活発化してきており、特に 8 月はそれが顕著だったが、対する需要も旺盛であることから、スプレッドはタイト

な水準が維持されてきた。欧州や米国の市場に比べると、スプレッドのボラティリティは低い水準で推移し続けている。連邦財政の状況改善や住宅市場過熱懸念の後退を受けて、ソブリンおよび4大銀行の格付け引き下げの可能性は低下している。負債や格付け、資金フローといった面におけるプラス材料の結果、マクロ・スコアが上昇し、オーストラリアの投資適格債の選好順位をさらに引き上げた。

欧州のハイイールド債は、米ドル・ヘッジ・ベースでの利回りが米国のハイイールド債よりも0.3%程度高いが、ファンダメンタルズは乖離してきている。チャート5が示すように、米国のハイイールド債の発行体企業は過去数年にわたって負債を増やし続けており、今やEBITDA(利払い前・税引き前・減価償却前利益)純有利子負債倍率が欧州の発行体企業よりもかなり高くなっている。また、欧州のハイイールド債ファンドは資金流入が加速しているが、米国のハイイールド債ファンドは資金流出が続いており、キャッシュ比率が警戒すべき水準まで低下している。

このような次第ではあるが、特に景気サイクルの終盤であることを踏まえ、当社では慎重なスタンスを維持し、今のところはハイイールド債よりも格付けが高めでデュレーションが短めの銘柄を選好する。

チャート5: 第2四半期の負債倍率とカバレッジ・レシオ



出所: ICE バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、eVestment、Worldscope、S&P LCD、UBS
2018年9月末現在

通貨

通貨の選好順位では、金融政策のシフトが迫っていることと資金の流れが変化していることから、ユーロを日本円の上位へと引き上げた。ECBは、資産購入を年末で終了する方針を確認するとともに、最初の利上げは2019年後半に予想されるとした。日銀は資産購入の規模を縮小し長期金利の上昇を容認しているが、これは政策の引き締めというよりは、地銀が晒されている収益圧力の緩和を目的とするものだ。したがって、欧州の金融政策が引き締めへと徐々にシフトするなか、ユーロは対日本円で上昇するものと見られる。

夏の新興国危機にかけては円高となったが、これは主に日本の投資家が資金を引き上げたためだ。外的圧力が緩和したことから、日本円は再び下落基調に転じている。もちろん、ストレスが戻れば、市場の動きは急速に変わる可能性がある。

コモディティ

過去6カ月間、コモディティのなかで最もパフォーマンスが低迷

したのはベースメタルで、6月の初旬から8月半ばにかけて20%近く下落したが、少なくともこの要因の一部となったのは、中国におけるインフラ投資の鈍化だ(チャート6参照)。同国では、2018年の前半を通じてインフラ投資を20%超のペースで拡大させていたが、その後は金融システムにおける債務削減への注力の結果インフラ投資が減速し、2018年の8月には伸び率が4.25%へと低下した。

チャート6: 中国のインフラ投資の鈍化



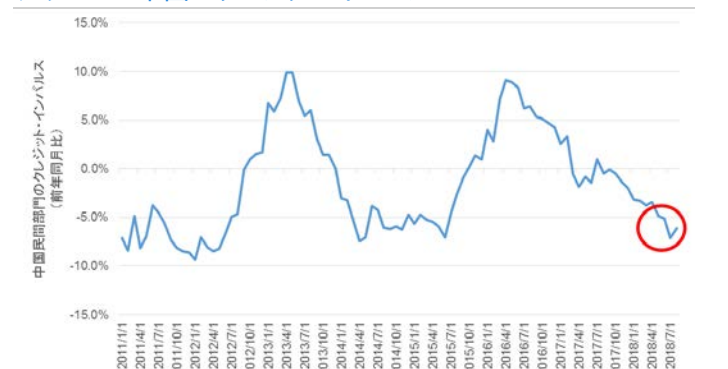
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成
期間: 2014年4月30日~2018年10月8日

成長鈍化に対する不安が貿易戦争懸念によって悪化したのは間違いなく、それによって調整の度合いが深まった。必要な成長を確保しながら改革のバランスを取るという進行中の難題への対応として、政府は政策を再び緩和方向へとシフトさせたが、これは部分的には債務削減に伴う足元の痛みを和らげるとともに、貿易戦争の激化によって間近に迫る痛みを軽減するための措置だ。

中国人民銀行は資金流動性の改善を図っており、預金準備率を直近では10月7日(日)に1.00%引き下げるなど、過去6カ月で2.5%低下させた。中小企業に対する銀行貸出しの奨励に加えて、財政部は地方政府に対し、インフラ投資資金を調達するための債券発行を加速させるようゴーサインを出した。

チャート7が示すように、クレジット・インパルス(GDPに対する与信の伸び率の変化)はすでに底を打っており、このためベースメタルの価格はインフラ投資の加速見込みを材料に上昇しやすくなっている。

チャート7: 中国のクレジット・インパルス



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: 2011年1月31日~2018年8月31日

当面の見通しは改善しているが、当社ではベースメタルに対し依然中長期的に慎重なスタンスを維持する。現在の景気刺激策は最近の一連の債務削減やおそらく起きるであろう貿易戦争による影響などから生じた「一刺しの痛み」を取り除くことを目的としており、経済成長がもっと弱かった 2015 年の規模には到底及ばない。中国の経済は投資重視から消費重視へと移行する過程にあり、債務削減への注力も続いている。これらの改革の取り組みは長期的に持続可能な成長にとっては確かにプラスだが、コモディティ需要にとっては歴史が他のケースで示す規模ではそれほど追い風とならない。

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