



## 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11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

10月のグローバル株式市場は調整局面を迎え、米ドルベースのリターンが-7.5%となった。米国株式は月間高値から月間安値までの下落率が10%を超えたが、最終的な月次リターンは-6.5%と、それでも中国(-11%)や日本(-9%)、新興国(-8.7%)、イタリア(-8%)を何とか上回るパフォーマンスを示し、今年一貫して見られてきた米国優位の状況が続いた。

米国国内では、グロースからバリュー、シクリカルからディフェンシブへの投資資金のシフトが、S&P500のグロース指数対バリュー指数や資本財セクター指数対公益事業セクター指数の相対パフォーマンスに明確に表れていた。これら2つのペアの月間パフォーマンス格差は、それぞれ-5%と-15%に上った。グロース色の強い米国テクノロジー企業が多く含まれるNASDAQ指数の月間リターンは-9%となり、2008年11月以来で最悪のパフォーマンスを記録した。バリュー株へ投資資金を移す動きは世界的にも鮮明だった。

そうしたなかでパフォーマンスが突出していたのはブラジル株式で、ジャイル・ボルソナロ氏が次期大統領に当選したことを受けて月間リターンが現地通貨ベースで10%(ブラジルレアル高により米ドルベースでは20%近く)となった。ボルソナロ氏は他の候補者に比べてより親市場派で反体制派と見られることから、市場は同氏の大統領当選のニュースを歓迎し、ブラジル資産は大幅に上昇した。

ソブリン債の米ドルヘッジベースのリターンは英国国債とドイツ国債ではかろうじてプラスとなったが、米国を含めその他ほぼすべての国でマイナスとなった。米国債利回りは10年物で前月末比0.08%上昇の3.15%で月を終えた。信用スプレッドはあらゆる市場にわたって拡大し、なかでも特に拡大幅が大きかったのはアジアのハイイールド債(+1.05%)と米国のハイイールド債(+0.53%)だった。より格付けが高い債券もパフォーマンスはそれほど振るわず、投資適格債のスプレッドは米国+0.12%、欧州+0.14%、アジアで+0.08%拡大した。

また、コモディティ市場のパフォーマンスも振るわず、銅は前月末比-5.2%、ブレント原油は同-8.8%、WTI原油は同-10.8%と軒並み下落した。金だけは、米ドル高(+2.1%)や米国の実質金利の上昇(+0.15%)にもかかわらず、安全な避難先として一部の投資家を再び十分に惹き付け、2%の上昇を見せた。

仮に「安全な避難先」の定義に、今回のリスク・オフ局面で堅調なパフォーマンスを示したすべての資産を含めるとするならば、トルコリラ(+8.4%)、アルゼンチンペソ(+15%)、砂糖(+17%)、コーヒー(+10%)、そしてココア(+9%)もリストに加えることになる。しかし、これらほとんどすべて、大幅に売られ過ぎと思われる水準から反発しただけである。

広範な資産クラスが下落し資産間の相関性が高まっている足元のような環境において、安全な避難先として信頼できる資産は何かを投資家は見つけようとしている。当社は、これまで発行したリサーチレポートの中で、基準通貨がそれぞれ異なる投資家の目線からこの問いに答えようと試みてきた。

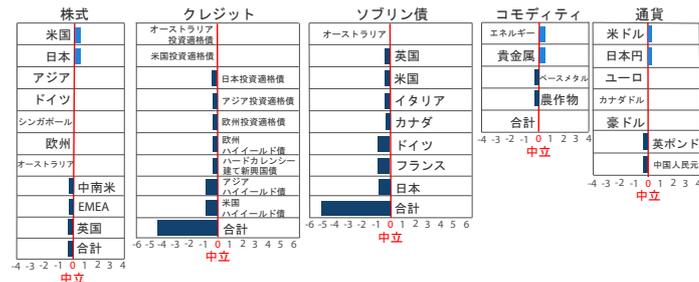
当レポートの読者の方であれば、安全な避難先資産リストに新しく加える興味深い選択肢として、当社が人民元建て中国ソブリン債を提案したことを思い起こされるのではないだろうか。2018年に入ってからこれまでのところ、同債券は当社の期待通りのパフォーマンスを示しており、米ドルヘッジベースのリターンは10月が+0.9%、年初来で+4.3%となっている。

当社では、「ボラティリティ」自体もまた安全な避難先として有望だと考えている。S&P500指数のインプライド・ボラティリティを表すCBOEボラティリティ指数(VIX)は、9月の12%から10月は25%へと急上昇した。米国の中間選挙結果を考慮すると、米国の政治の先行き不透明感が増す一方だと予想している。当社では、米国以外でも、政治イベントが続くことや政治の先行き不透明感が高まっていることが、投資家のリスク・オフ姿勢を強めるきっかけになり得ると見ている。これはたとえ経済成長環境が良好であったとしても変わらないが、その経済成長環

境自体も、米中間の貿易をめぐる対立が続いていることから決して確実とは言えない状況だ。

こうしたなか、投資家は、ボラティリティが低下する都度に株式市場指数のプットオプションなどのヘッジ・ポジションをポートフォリオに加えることで、ボラティリティが持つ魔法のような平均回帰性の恩恵を享受できると当社は考える。特筆すべき点として、本稿執筆時点においてVIX指数は10月のピークからすでに50%ほど戻しているが、リスク資産に対する投資家の警戒姿勢はまだ続いている。

### 資産クラスのヒエラルキー(2018年10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

資産クラスに関する当社の見解および選好順位について、以下の調整を行った。

### グローバル株式

株式については、市場全般に対する見方を変えていないため、選好順位にも変更は加えていない。

先月は、リスク資産に対する慎重姿勢をさらに強めた。同月の調整局面自体を予期するほど先見の明があったわけではないが、株式市場の大幅上昇を支える背景が不安定さを増している感があるとは確信していた。

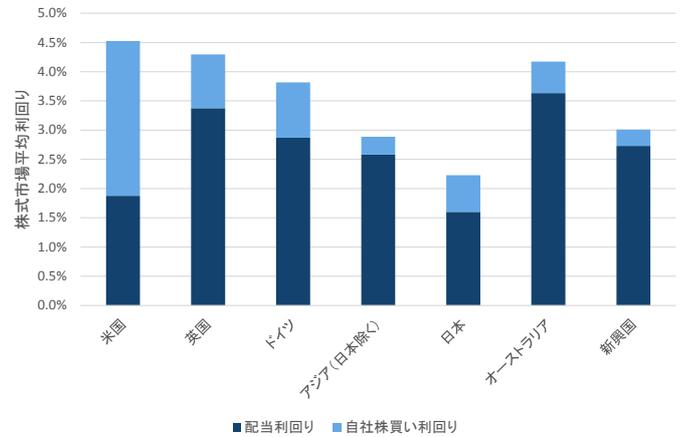
ドイツとアジア(日本を除く)については先月、モメンタム・スコアの悪化を受けて総合スコアを中立へと引き下げたが、これらは今回の株価調整の矢面に立たされた市場でもあった。先進国株式全体において総合スコアが中立を上回る株式市場は米国と日本だけである。米国は選好順位を第1位としていたが、10月はこの判断の正しさが確認された。日本株式についてはポジティブな見方を維持しているが、日銀の金融政策再調整の見通し、消費税増税、貿易戦争激化に対する国内輸出企業の感応度の高さなど、いくつかのリスク要因については引き続き注視している。

良い知らせは、10月の調整を経てバリュエーションが著しく改善し、当社のバリュエーション・モデルでは米国を除くあらゆる市場のスコアが中立以上の水準にあることだ。

米国債利回りの上昇に大きな注目が集まる一方、足元では、配当利回りや自社株買いを加味した総合利回りが依然として債券利回りを大幅に上回る株式市場が多数存在する。加えて、

株式は、債券と異なり、インフレの加速に対してプラスの感応度を示す傾向にある。

### チャート1:株式市場の利回り水準



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: 2018Q2

## グローバル債券

当月は債券の選好順位にいくつかのマイナーな変更を加えた。カナダの順位を1つ下げるとともに、ドイツを最下位からフランスと日本の上位へと引き上げた。

米FRB(連邦準備制度理事会)と同様、カナダ銀行は金融政策を引き締めている数少ない中央銀行の1つである。カナダ銀行は10月の会合で、経済見通しの良好さとインフレ圧力を理由に、政策金利である翌日物金利の誘導目標を0.25%引き上げて1.75%とした。新NAFTA(北米自由貿易協定)が米加で合意したことは間違いなくカナダにとって良いニュースであるが、一方でカナダ銀行は依然としてカナダ経済にスラック(需給の緩み)が見られないことを懸念している。過去5年間には存在してきた余剰生産力は減少し、足元では実際の生産が同国経済の推定潜在生産力と同等となっている一方、インフレは引き続き安定している。

### チャート2:カナダの需給ギャップ



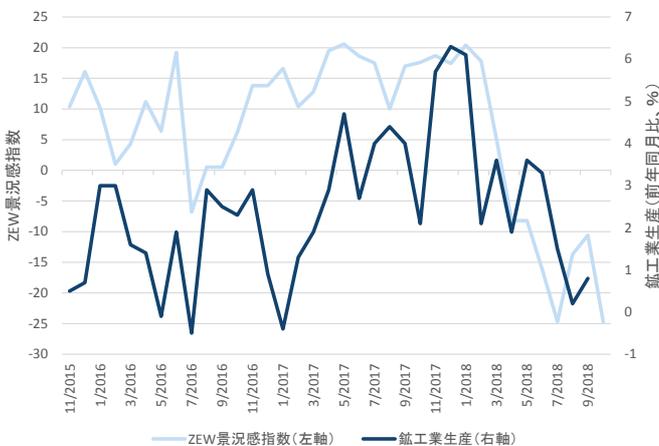
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成  
期間: 2003年9月30日~2018年9月30日

カナダの総合およびコアインフレ率は目下、カナダ銀行のインフレ目標レンジの中央値である2%辺りまたはそれをやや上回る水準にある。向こう1年間に同中銀の予想通りの経済成長が続けば、インフレ圧力は強まる可能性があり、同中銀は市場

が現在織り込んでいよりも早いペースでの利上げを迫られるかもしれない。このように中央銀行が政策対応を強化するかもしれないリスクを加味し、カナダ国債の総合スコアを小幅に引き下げた。

ここ数ヶ月間でカナダ国債の良好な見通しは薄れたが、景気が鈍化しているドイツでは、その逆の事が起きている。今年も鉱工業生産の前年比伸び率が低下傾向にあるほか、貿易をめぐる懸念がドイツの企業景況感に大きな打撃を与えてきた。最近になって鉱工業生産の伸びが上向いたことは、ドイツの自動車メーカー各社が排出ガス規制の変更に対応する工場設備一新期間を経て生産を増加させるなど、景気回復の始まりを示しているのかもしれないが、これが注視を要する分野であることは確かだ。

チャート3:ドイツの鉱工業生産と景況感



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11月30日～2018年10月31日

ドイツ国債は、日本国債と同様、先進国市場ユニバースの中でも利回りが低水準からマイナス圏にある債券である。この理由から、当社ではドイツに対して慎重な見方を維持している。とは言え、ドイツ経済の鈍化はある程度の支援材料となる可能性があることから、ドイツ国債の順位を若干ながら引き上げ、日本の上位とした。

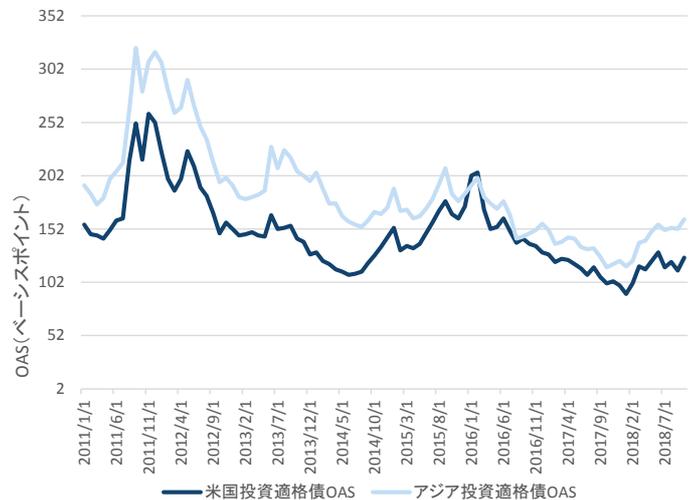
## グローバル・クレジット

クレジットの選好順位では、マクロ・スコアの小幅修正を受けて、米国の投資適格債をオーストラリアの投資適格債の下位へと引き下げた。欧州のハイイールド債と新興国のハードカレンシー建て債券は、バリュエーション・スコアの改善を受けて総合スコアを引き上げたが、資産クラス内の選好順位を変えるまでには至らなかった。

米国のマクロ環境は良好な状況が何ヶ月も続いている。税制改革が好調な企業収益や経済成長の改善につながっていることは、これまで当レポートの中で幾度と無く議論してきた。しかし、小売売上高の小幅減少や新規受注の減速、貿易量の減少、企業業績ガイダンスの下方修正は、米国企業に対する当社の見通しを小幅に下方修正する十分な理由となった。この影響を幾分軽減したのは、賃金上昇やインフレ加速の勢いが緩やかになった様相を受けて、米国クレジット物のベースとなる米国債の見通しを若干引き上げたことだ。しかし、デフォルト・リスクの高まりや借入れコストの増加、投資適格債の下位格付け層

の格付け低下をめぐる懸念は、マクロ・スコア全体を 0.5 段階引き下げる十分な根拠となった。米国の投資適格債のスプレッドは拡大し始めているが、依然として割高な水準にとどまっている。ただし、クレジット・サイクルの終盤にあることから、こうした状況は他の大半の市場でも同様に見受けられる。

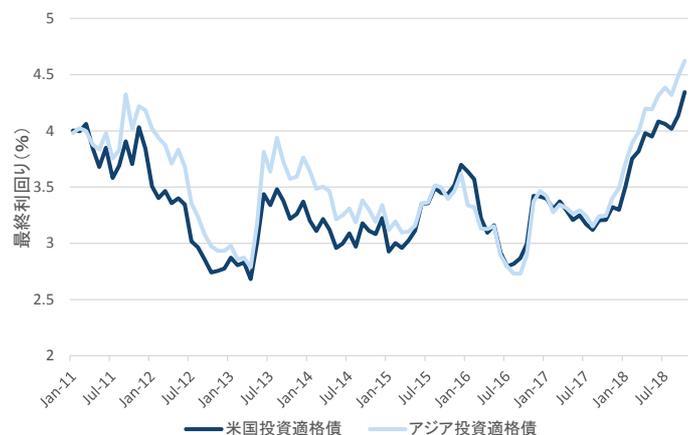
チャート4:投資適格債のオプション調整後スプレッド(OAS)



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: 2011年1月31日～2018年10月31日

しかし、米ドル建て領域では全般的に、絶対利回りが魅力的な水準に見受けられ始めた。米国とアジアの投資適格債の最終利回りは、ほぼ 10 年ぶりの高水準に達している。利回りを追求する投資家にとっては魅力的な価格水準となっており、これは中期的なパフォーマンス見通しにとって明るい兆しだ。為替ヘッジコストが掛かる日本と欧州の投資家にとって米国の投資適格債はあまり魅力的でないかもしれないが、アジアの投資家にとっては米国とアジア両方の投資適格債に引き続き投資妙味があると考えられる。

チャート5:投資適格債の最終利回り



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: 2011年1月31日～2018年10月31日

当社では、クレジット債に対して保守的なスタンスを維持し、格付けが高くデュレーションが短い銘柄を選好する。

## 通貨

通貨の選好順位では、再び日本円をユーロの上位へと引き上げた。その主な根拠は、タイトな金融環境が続いていることにある。こうした状況下では、日本の資本が国内にとどまり自国通貨にとっての追い風となる傾向にある。

それと同時に、ECB(欧州中央銀行)が方針通り年内で量的緩和を終了する方針を維持しているが、欧州地域の成長は驚くほど低迷状態にある。実際、ECBは流動性の引き締めから緩和へとシフトしてきており、市場ではECBの初回利上げ時期のコンセンサス予想が2019年6月から同年9月までずれ込んでいる。金融セクターの低迷によるクレジット環境の改善が妨げられているほか、ブレグジット(英国のEU離脱)やイタリアでのポピュリズム(大衆迎合主義)台頭をめぐって先行き不透明感が強まっており、慎重な姿勢が十分に妥当であることを示唆している。

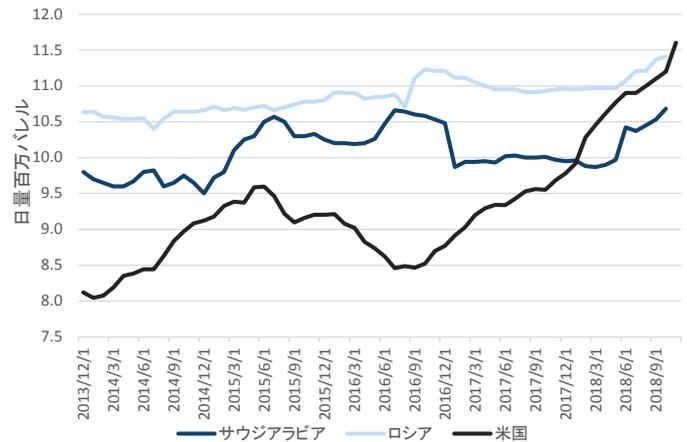
当月より、通貨の選好順位に含める対象を拡大し、中国人民元およびカナダドルを追加した。中国人民元については、中国人民銀行による金融政策の緩和や、資本の国外流出を要因とする幾分の通貨安圧力から、選好順位の最下位としたが、大幅な切り下げは予想していない。

資源国通貨であるカナダドルはオーストラリアドルと動きが似ており、前者は原油価格、後者は金属価格の影響を受けやすい。現時点のカナダドルの選好順位は、カナダの金融政策がオーストラリアよりもタカ派的であることからオーストラリアドルの1つ上、また、足元で原油関連商品全般の価格動向が弱含んでいることからユーロの1つ下としている。

## コモディティ

ここ1カ月の原油市場は、中東での地政学的動向を受けて荒れた展開となっている。人望の厚い反体制派のサウジアラビア人ジャーナリスト、ジャマル・カショギ氏の死亡のニュースが知れ渡ると、サウジアラビア政府はすぐさまイランからの原油供給減少分を賄うことを約束した。これが、米国の中間選挙を前に燃料価格を低下させることで、トランプ大統領をなだめようとした試みだったことは明らかだ。しかし、すでにイランからの原油購入を完全にストップしていた韓国を含む7ヶ国に対して、米国がさらに6ヶ月間の制裁実施猶予を認めたことは、市場にとって予想外の展開だった。需給状況の悪化に追い討ちをかけるように、原油在庫が再び増加に転じたほか、米国はその原油生産量が引き続き上振れし、ロシアを抜いて世界1位の原油生産国となった。

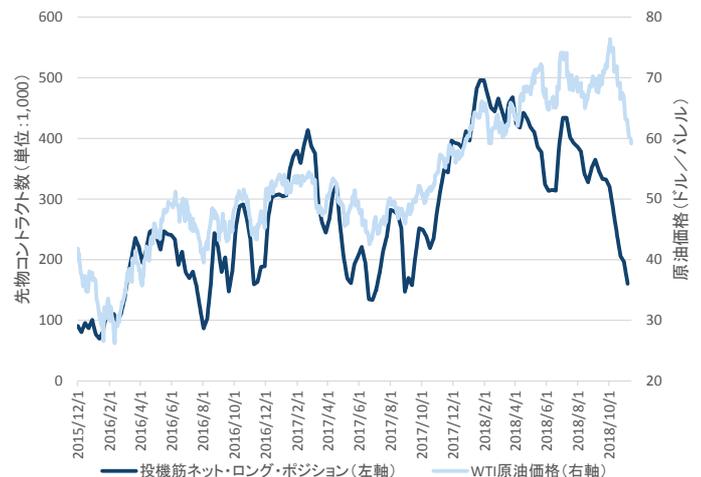
チャート6: 今や世界第1位の原油生産国となった米国



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12月31日~2018年11月2日

供給リスクが予想を下回ったことを受けて、投機筋による原油のロング・ポジションは急激に減少し、ほぼ5年ぶりの低水準にまで減少した。

チャート7: 投機筋のWTI原油先物ネット・ポジション



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12月1日~2018年11月13日

当レポートで以前指摘した通り、原油市場は需給が非常に逼迫しており、供給リスクのいかなる緩和に対しても脆弱である。しかし、それでもその調整の激しさには驚いた。と言うのも、対イラン制裁の実施免除はあくまでも一時的なものであるほか、OPEC(石油輸出国機構)の余剰生産力は逼迫した状況にあるとともに、サウジアラビアにイラン産原油の供給減少分を吸収できるほどの生産力があるかどうかは不確かであるからだ。当社では、米国がイランに対しさらなる圧力を加えるべく制裁を強化し、また、当面は米国の原油パイプラインのボトルネックがさらに深刻化すると予想している。したがって、原油価格の調整は概ね終わったと見られ、コモディティの選好順位においてはエネルギーを貴金属とともに最上位に維持する。

## 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、