



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12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

2018年の最終数週間を締めくくり来年に待ち受ける課題を見据えるにあたって、投資家にとって困難で苛立たしい年であったこの1年を振り返らずにはいられない。今年が特に難しい年であったように思われるのはおそらく、前年に非常に良好な市場を経験したからか、あるいは年初に楽観的で前途有望な予感を強く抱いていたからかもしれない。これを増幅させるように、市場は1月に急上昇して楽観論の正当性を十分に立証したが、その後まもなく無残にも急落することとなった。いずれにしても、最終コーナーで先頭を走っていた自分の馬がゴールラインで先頭集団から外れてフィニッシュするほどがっかりするものはない。失望的であることは間違いないが、感情的にも消耗する。

過去2年間はまた、我々に(奇妙なことに)史上最高の興行収益を上げた映画の1つ「タイタニック」を思い起こさせた。ストーリーの始めの方で、当映画の若きスターが当時世界最大の船船で沈むことは無いと思われていたタイタニック号の船首に立ち、腕を広げて「世界は俺のものだ」と宣言する。ストーリーの終盤になると、その若きスターは北大西洋の氷海に浮かび、命を懸けて木片にしがみついている。市場がこの悪名高い航海と同じような運命に遭うと示唆しているわけでは全くないが、当社は投資家として、このような高揚感と絶望のサイクルをもちろんよく知っている。それは、2017年～2018年が適切に示した通り、間違いなく感情のローラーコースターであるが、我々は常に変化する投資の困難な挑戦をただ愛しているからこそ、敢えてそれに立ち向かっていく。

投資と感情の間の相互作用を考えると、最も古く簡潔な投資の格言の1つ「安く買って高く売る」が思い浮かぶ。これが特に当社に当てはまるのは、当社が投資の選択を行うにあたってバリュエーションの重要性を信じているからだ。しかし、これほど口にするのが簡単な持説が、実行するとなるとどうしてこんなに難しいのか。投資における他の多くの事柄と同様、その答えはリアルタイムで投資判断を行う際の感情的な反応にある。

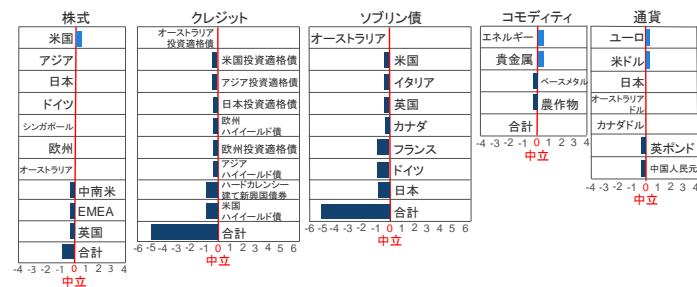
「割安」な資産への投資を検討している大半の場合において、我々は敬遠されている資産の利点も検討している。資産が過小評価されるのは往々にして、何か問題が起こったか起こると予想される結果、そもそも投資家が当該資産を売って価格を押し下げるからだ。そして我々の経験では、このような時は多くの「専門家」が、問題の資産が割安なのには十分な理由があるのだから手を出すなど言ってくる。「割高」な資産についても逆のことがよくあり、いくらでも上がるから今売却するなんて間違っていると信じるべき理由がいくつも挙げられる。我々は投資家として、どの転換点においても同業者や上司、同僚、場合によっては配偶者からですら疑念を持たれることに慣れるべきなのだ。

つまるところ、旧友ハリー(後知恵)は後になっておしゃべりに立ち寄るものだという事だ。もちろん、あの資産は割安あるいは割高だったと「彼」は言うだろう。明らかに買いの好機だったとか売ってしまうなんて愚かだったと。この修正論的歴史を受け入れたい誘惑は山々だが、リアルタイムで投資判断を行うことは常に不確実な仕事であることを我々は知っている。意思決定プロセスをコントロールすることはできるが、その結果をコントロールすることはほぼできない。たとえハリーが「できるよ」と言おうとしてもだ。

当社のように他の人の資金を運用することを生業としている者にとって、感情をコントロールして生来の行動バイアスを理解することは成功の鍵だ。市場のボラティリティが高まりイベントが急速に展開する時は、それが特に重要となる。そのようなバイアスを切り抜ける方法は、運用プロセスに沿って規律立った意思決定を続けることだ。

読者とそのご家族が良いお年をお迎えになることをお祈りするとともに、2019年もまた市場の波をとまにうまく乗りこなしていくことを楽しみにしている。

資産クラスのヒエラルキー(2018年11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

各資産クラスの見方と選好順位について、以下に述べる通りの調整を行った。

グローバル株式

当月はアジア(日本を除く)の株式を日本の上位へと引き上げた。アジアに対してよりポジティブな見方をするようになった要因には、中国の景気刺激策により成長への期待、米ドルの安定化、米FRB(連邦準備制度理事会)のハト派傾斜、米中貿易戦争の一時的な休戦が挙げられる。

当社では依然として日本を有望視している。先進国市場のなかではバリュエーションが最も魅力的であるとともに、利益マージン拡大と収益性改善の傾向が長期的に続いているからだ。当社の見方において慎重さを加えた原因は、金融政策と企業収益見通しのスコアの低下にある。当社では日銀が来年に金融緩和ペースの調整に徐々に動き、銀行システムに与えてきた望まざる副作用の一部の軽減を図ると予想している。当社の日本株式チームは2018年度の企業利益成長率予想を引き下げ、足元のコンセンサス予想である5%に近づけた。注目すべき点として、コンセンサス企業利益成長率のモメンタムも過去4週間で急激に減速している。

一方、当社では、中国が慎重な微調整を通じて来年の第1四半期の成長を助ける適切な政策ミックスを見出すと予想している。重点がインフラ投資よりも消費に置かれていることから、成長のより大きな原動力となるのは内需と想定される。チャート1が示す通り、中国はここ数年に債務削減とリスク低減を進めてきたことから、今回の経済拡大をサポートするための財政的余裕が十二分にある。

チャート1: 中国の財政支出



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: 1995年11月~2018年10月

インフラ面ですら、いくらかの上振れがあるかもしれない。貿易戦争のさらなる激化が経済成長に及ぼすリスクを低減させるために、的を絞ったインフラ支出が用いられる可能性がある。チャート2に見られるように、固定資産投資は過去数年にわたってずっと減速傾向にある。したがって、これが安定化すれば経済成長にとって刺激となるだろう。

チャート2: 中国の固定資産投資の傾向



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: 2004年12月~2018年10月

米国で財政出動による経済成長効果が薄れるとともにFRBの引き締め終了が視野に入ってきたことから、ドルは安定化するものと見られ、若干下落する可能性もある。

最後になったが、やはり重要な点として、最近のG20で行われたトランプ大統領と習国家主席の米中首脳会談により、一時休戦に至ったことである。米国は1月1日から予定していた中国からの輸入品2,000億米ドル相当に対する15%の追加関税を発動しない。両国とも、12月1日から3カ月の猶予をもって貿易協定の合意を模索する。中国が見せた譲歩は、両国間で包括的な合意に至る可能性が間違いなくあることを示している。そのような結果になれば、成長の下方リスクに下限を敷くことにより全ての株式市場にとって追い風となるだろう。しかし、相対的に最も良好なパフォーマンスを提供するのは、現在リスク選好度が最も低くなっている中国とアジア(日本を除く)の市場になるかもしれない。

グローバル債券

ソブリン債ではオーストラリアを引き続き選好する一方、英国債を中立グループのなかで米国およびイタリアの下位へと引き下げた。

イタリアと同様に、英国は短期的及び長期的に運命に大きな影響を与え得るイベントの最中にある。英国国民が 2016 年の投票で「離脱」の評決を下した時は、愛国的心理が前面に出て EU (欧州連合) 離脱に伴う現実的な問題は後ろへと追いやられた。今日に至り、詳細な「離婚」条件がすべてでそろったのだが、これはもう厄介というしかない。英国と欧州の将来の関係をめぐって渦巻く不透明感、確実に「安全な避難先」としての英国債への買い需要を促し、イングランド銀行の今後の利上げを織り込む市場の動きを大きく後退させた。その結果、過去 3 ヶ月の英国債はフランス国債を 10 年物で 0.25%アウトパフォーマンスしている。

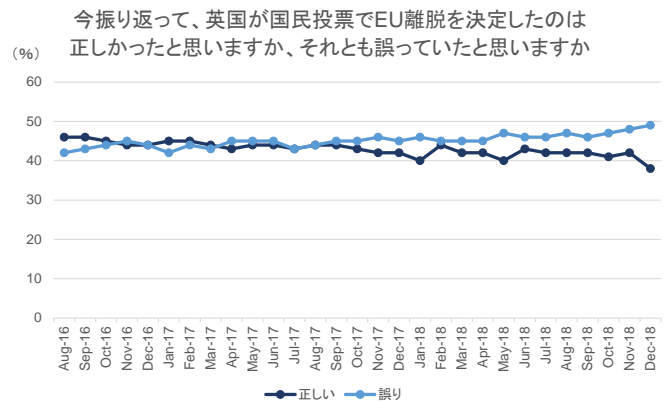
チャート 3: 英国債の対フランス国債での利回り格差 (10 年物)



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 9 月 11 日～2018 年 12 月 11 日

ブレグジット (英国の EU 離脱) 交渉を織り成す多くの政治劇をフォローしようと試みることはこの上なくもどかしいことかもしれないが、当社では焦点を当てるべき重要点が 1 つあると考える。アイルランド共和国と北アイルランド (英国の一部) 間の国境だ。これは解決困難な問題となって不透明感を増幅させており、その混乱が英国国民の心理に影響を与えているようだ。2016 年から現在までに実施されてきた一連の YouGov 世論調査は、EU 離脱に賛成票を投じた多くの人の間で後悔の念が広がっていることを示している。国民投票後まもなくは、46% の人が離脱は正しい選択であると考えていた一方、誤った選択だと考えていたのは 42% だった。12 月直近の世論調査ではそれが逆転し、いまでは 49% が誤った選択だと考えており、正しい選択だと思える人は 38% にとどまっている。

チャート 4: ブレグジットに関する YouGov 世論調査



出所: NatCen Social Research 運営の www.WhatIKThinks.org/EU
期間: 2016 年 8 月～2018 年 12 月

当社の現状評価では、英国が最終的に方針転換して EU に残留する可能性は急激に高まっている。ハード・ブレグジット (英国が独自の移民政策の採用を優先し、欧州単一市場へのアクセスを犠牲にするという強硬路線の EU 離脱) および WTO (世界貿易機関) 貿易ルールへの回帰については、これを支持する派が国境の問題に対処できていないため、当社では当該選択肢の可能性は最も低いと見込んでいる。ソフト・ブレグジット派も、EU での籍を放棄する英国がなぜ EU のルールの多くに拘束され続けなければならないのか、その説明に苦戦している。市場への影響で言えば、ソフト・ブレグジットまたはブレグジット回避のケースが、ポンドにとってプラス、英国債にとってマイナスとなるだろう。もちろん、リスクは英国が EU との合意に至らないまま EU を離脱するというケースで、そうなればポンドにとってマイナスの影響を及ぼすとともに、「安全な避難先」を求め英国債への資金フローを煽るだろう。

グローバル・クレジット

最近の信用スプレッドの拡大により、多くのクレジット市場でバリュエーション・スコアが改善した。年の初めには殆どのクレジット市場でスプレッドのバリュエーション・スコアがダブル・マイナスとなっていたが、今日ではバリュエーション・スコアの平均が中立からプラスとなっている。米国の投資適格債、欧州の投資適格債、欧州のハイイールド債、アジアの投資適格債はすべて、スプレッドのバリュエーション・スコアが当月にマイナスから中立へと変わった。米国のハイイールド債はスプレッドがダブル・マイナスからマイナスへ、アジアのハイイールド債は中立からプラスへと変化した。これを受けて、アジアの投資適格債の選好順位を米国の投資適格債と同率 2 位とし、また欧州のハイイールド債とアジアのハイイールド債の順位を引き上げた。

当社ではハイイールド債に対し、特にスプレッドが過去最低水準にあることとファンダメンタルズが悪化していることから、長い間ネガティブな見方をしてきた。しかし、米国以外では、欧州とアジアのハイイールド債が値ごろ感の兆しを見せているようだ。アジアのハイイールド債はスプレッドが 1 月の 4.00% から 12 月には 7.00% を超える水準まで拡大し、当社のバリュエーション基準で割安を示すスコアとなっている。しかし、冒頭で論じたように、割安な資産には通常、敬遠される理由がある。アジアのハイイールド債は過去にスプレッドが 10% を超える拡大を見

せたことがあり、したがって現在のスプレッドは手放しの買い好機と言うには程遠いが、2016年序盤の高水準には近い。また、市場インデックスは中国の建設および製造業企業の構成比率が極めて高いが、これらの企業は政府の債務削減策によって手元流動性が低下している。ハイイールド債が割安さを示していることは喜ばしいことだが、アジアのハイイールド債については安堵できる兆候が見られるまで慎重な見方を維持する。そのような兆候の道標となるのは、中国政府による債務削減取り組みの延期、米ドルの安定化／下落、新興国に対する市場センチメントの全般的な改善などだ。

チャート5:アジアのハイイールド債のオプション調整後スプレッド

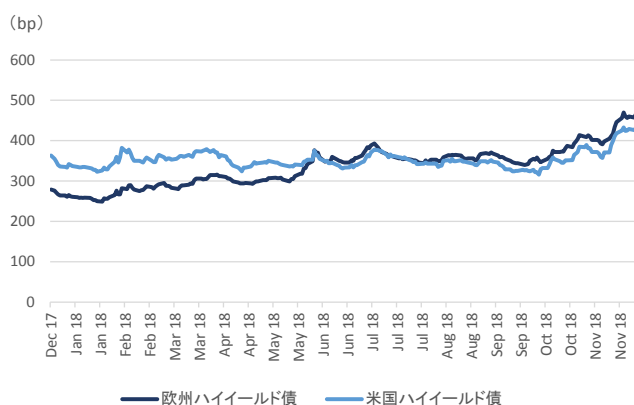


出所: ICE BofAML など、信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成

期間: 2015年12月31日～2018年11月30日

欧州のハイイールド債のバリュエーションは同様の強いサポートを示してはいないが、当社の評価基準では中立へと転じた。欧州のハイイールド債は現在、為替ヘッジ・ベースのオールイン利回り(債券発行時の国債利回り、スプレッド、発行価格のディスカウント、手数料等をすべて勘案した利回り)が米国のハイイールド債を0.5%上回っている。マクロ経済の見通しは欧州よりも米国の方が明るい一方、ハイイールド債発行体企業の信用ファンダメンタルズにおいては反対に欧州が米国に勝っている。欧州のハイイールド債発行企業は利益の増加分を、米国の場合のように事業拡大に充てるのではなく、債務の返済に充ててきた。EBITDA(利払い前・税引き前・減価償却前利益)純有利子負債倍率で見た負債比率は、米国のハイイールド債発行体において2.5倍未満から3.5倍超へと大きく上昇した一方、欧州については2011年以降2倍程度のレンジ内にとどまっている。また、欧州のハイイールド債発行企業は、EBIT(利払い前・税引き前利益)ベースのインタレストカバレッジ・レシオが2012年の2倍未満から足元では4倍超まで上昇しており、この比率が同期間に3.5倍から3.1倍に悪化した米国のハイイールド債発行企業に比べて、金利上昇環境を切り抜けるのにもより優位な立場にある。欧州は経済成長の鈍化、中央銀行による緩和政策の解除、イタリアをめぐるボラティリティの高まりに見舞われようとしているが、ファンダメンタルズは引き続き良好であり、利回りの魅力度も増し始めている。

チャート6:ハイイールド債のオプション調整後スプレッドの欧米間比較



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

期間: 2017年12月31日～2018年11月30日

通貨

通貨の選好順位では、米ドルに対する見方を変えたことを主因としてユーロを最上位に引き上げた。また、オーストラリアドルをカナダドルの上位へと引き上げたが、これは両国が輸出するコモディティの相対パフォーマンスが理由となっている。

11月はFRBの政策に明らかな転換点が訪れた。1カ月前はFRBの政策正常化は長い道のりの様相を呈していたが、今では引き締めサイクルが終盤に近づいており、おそらくは2019年に終わるのではないかと見られる。これは、FRBの発言の微妙なニュアンスを苦労して分析した上で導いた結論だが、FRBがおそらく再びよりタカ派寄りへ転じるまで、米ドルに対してより慎重なスタンスを保つには十分な材料だ。

また、米国の経済成長がそれ以外の国々に比べて相対的に堅調な状況も、終わろうとしているのかもしれない。米国で財政支出による刺激が薄れるとともにそれ以外の国々の経済成長が上向き(これまで景気刺激策に取り組んでいる中国など)なか、米ドル安が続く可能性がある。

米ドルに対する上記の見通しに対するリスクは、世界的な資金流動性のタイト化によってドルの借り手が債務解消を余儀なくされた場合、ドル不足の深刻化につながる可能性があることだ。また、当社では貿易戦争激化の可能性も注視しているが、市場のボラティリティがいかなる米中間の合意に関してその強さが疑問視されることを示しているものの、G20で「休戦」が合意されたことはこの面では依然朗報である。

カナダとオーストラリアでは前者の中央銀行の方がよりタカ派であることから、政策スタンスの相対差ではカナダドルの方がオーストラリアドルよりも有利だが、カナダは大手の石油輸出国で原油価格がかなり大きく下落しているため、交易条件の相対的变化を考慮することが重要となる。チャート7は、オーストラリアドルの対カナダドルでのクロスレートを鉄鉱石(オーストラリアの主要輸出品)価格の対原油価格比率と比べたものだが、原油価格の下落がカナダドルに大きな影響を与えたのは明らかだ。交易条件の変化を考慮し、当社では選好順位においてオーストラリアドルをカナダドルの上位に引き上げた。

チャート 7: オーストラリアドルの対カナダドル為替レートと鉄鉱石価格の対原油価格比率の推移比較

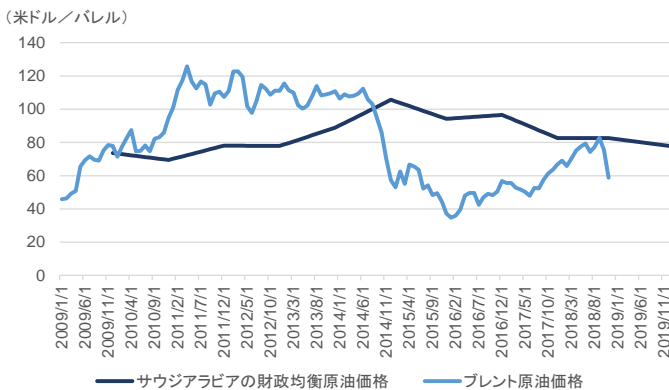


出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成
 期間: 2018年5月16日~2018年12月12日

コモディティ

OPEC(石油輸出国機構)とロシアは 12月8日、原油需給の均衡状態を回復することを目指し、日量120万バレルの減産を行うことを発表した。この決定は、生産ペースをキープさせ原油価格を低く保たせようとするトランプ大統領の OPEC に対する圧力に逆らうものだ。原油価格の調整は、チャート 8 で示したサウジアラビアのように、OPEC 加盟国の財政バッファを縮小させており、社会的に深刻な影響を及ぼす可能性がある。

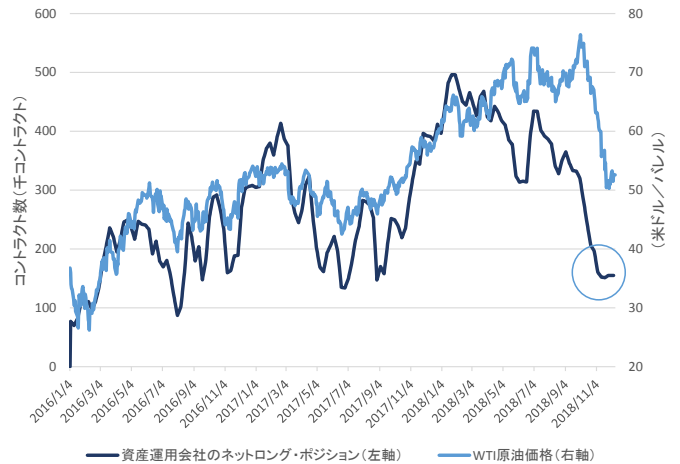
チャート 8: サウジアラビアの財政均衡原油価格



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: 2009年1月~2019年12月

パイプラインの制約によりアルバータ州政府が原油の減産を命じたとするカナダからのニュースも、12月初めの原油市場のセンチメント高揚を促した。エナジー・インテリジェンス・グループによると、カナダは米国、ロシア、サウジアラビア、イラクに続く世界第5位の産油国であり、したがって市場は不意を突かれた格好となった。ベネズエラとイランの産油量減少が来年悪化しようとしているところに、このニュースである。市場の買い持ちポジションが非常に軽くなっていたことから、安堵による上昇相場はしばらくの間続く可能性がある。

チャート 9: WTI 原油の投機的ポジション



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: 2016年1月4日~2018年12月10日

しかし、OPEC とロシアが直面している長期的なジレンマは、減産によって市場シェアを失うであろうことだ。フランスの燃料税増税に対する抗議暴動によって負債比率の高いシェールオイル生産会社の銘柄のスプレッドが拡大しているが、この件の影響は以前の市場急落に比べれば穏やかなようだ。下値の目処がこれらの企業に増産を促し、上昇相場の上値を限定する可能性がある。

チャート 10: 米国のシェールオイル生産会社銘柄のスプレッド



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1月2日~2018年12月10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