



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2019年2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

市場に確実に理解させるかのごとく、1月末の記者会見におけるパウエル米FRB(連邦準備制度理事会)議長の発言は、ハト派トーンが際立つとともにほぼ断言に近いもので、引き締めサイクルが終わったかみせ、FRBのバランスシート縮小さえも調整の可能性を検討していることを示唆した。FRBは、金利は「中立からは程遠い」とした昨年10月の声明やFRBのバランスシート縮小を「自動操縦状態」で維持する意向であるとした12月の声明を含め、タカ派的発言を実質的にすべて撤回したことになる。

パウエル議長の方針転換については、そもそもボラティリティが高まっている時に過度にタカ派的な発言をしてアニマル・スピリットや実体経済に脅威を与えたことが、初心者並みの過ちだと言う向きもある。このような評価は正しいのかもしれないが、ある程度疑問に思わざるを得ないのは、FRBが我々の知らない何を知っているのかということだ。

当社では、米国の経済成長が鈍化するとともに世界のその他の国々で景気低迷が依然変わらず続くなかで金融環境のタイト化が進んでいたことを考えると、過度にタカ派的な姿勢は必要なかったと見ている。つまり、FRBのやったこと自体は正しかったが、その度合いが過度であったように見受けられたということだ。

リスク資産市場は、パウエル議長の発言の前ですら、クリスマス・イブの安値からすでにかなり大幅に回復しており、株式市場の米ドルベースのリターンはアジアが8%、日本が11%、米国が15%となった。予想される通り、信用スプレッドは縮小した。通常と異なったのは債券利回りも低下したことだが、これはFRBのハト派的発言が金利にとって実質的に天井を設定したからだと推定されるが、これも経済成長が上振れすれば状況が変わる。

2019年の見通しとしては、2018年の逆風要因の多くが2019年に順風に変わる可能性があるものの、市場は下落基調が続

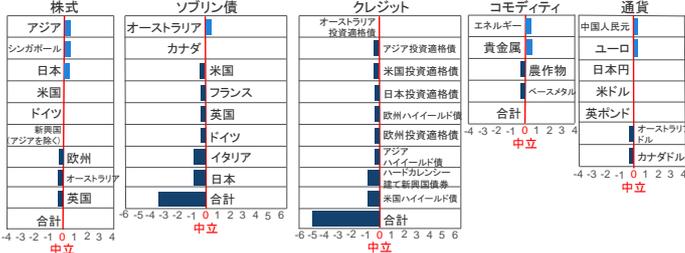
くと当社では予想している。順風となる要因には、FRBのハト派転換、ドル安、関税回避のための貿易協定合意の可能性、中国の景気刺激策による経済成長への最終的奏功(第2四半期か第3四半期までに予想される)などがあるが、市場はいまやこれらのポジティブなニュースをかなり織り込んでしまっており、何かネガティブ・サプライズがあればパニックと一連の利食い売りに戻る可能性がある。

典型的な例として、市場は貿易協定が合意されると想定している。当社ではずっと、政治的観点から見れば両国ともに避けられない経済悪化というより大きな代償を回避するのがとにかく賢明な策であるという前提の下、この点について議論してきた。トランプ米大統領は、米国株式市場が2018年第4四半期について崩れるまで下方リスクがあることに気づかなかったようだが、この相場下落を受けて発言を大幅にトーンダウンし交渉のテーブルに戻らざるを得なくなった。

しかし、トランプ大統領が選挙の心配をしなくてはならない一方、習近平中国国家主席にはその必要がなく、習国家主席は、トランプ大統領があらためて米国株式のボラティリティに対し敏感になってきていることから、自身が優位になってきていると感じているかもしれない。いずれにしても、2018年を通じて見られた挑発的な外交路線からすると、騒ぎが一段落する前にボラティリティが再度高まるような事態がある可能性は想像に難くない。当社では追加関税が回避されると依然考えているが、とは言ってもそうなるまでの道程で大過なきよう何らかの下方プロテクション策を講じるのは妥当と言えるだろう。

一方、中国では、シャドーバンキングへの締め付けのために過度に絞られてきた与信がついに民間セクターに流れてきたことで、クレジット・インパルス(与信の対GDP比伸び率)が拡大し始めている。中国の景気刺激策は以前の信用ブームに比べれば規模がかなり劣るが、投資と消費のバランスを取りながら信用状況がそれほど悪化しないようにするよりマイルドなバージョンは、それでもアジア地域および世界全体への緩やかな成長改善の拡大を促すだろう。

資産クラスのヒエラルキー(2019年1月末時点)



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。

(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。

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

株式では、新興国株式(アジアを除く)の選好順位を2段階引き上げた。当社は足元、新興国株式(アジアを除く)について、欧州(ドイツを除く)とオーストラリアの両市場との比較でよりポジティブな見方をしている。英国株式は、モメンタムのスコアがマイナスでブレグジット(英国のEU離脱)の不透明感が立ち込めていることから、引き続き選好順位を最下位とする。

昨年起きたトルコとアルゼンチンのストレス状況によって、新興国が依然特異な市場であることが再確認された。したがって、見方を引き上げることにリスクが伴う。しかし、ファンダメンタルズやリスクのドライバー、市場パフォーマンスが異なることから、アジア、EMEA(欧州・中東・アフリカ)、中南米の主要地域ブロック別に異なるスタンスをとる余地はある程度ある。

チャート1: 金融株の相対パフォーマンス



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8月1日~2019年2月13日

新興国(アジアを除く)の選好順位引き上げは、前月にアジア

新興国の順位を引き上げて最上位としたのに続くものだ。

新興国(アジアを除く)もまた、ドル安や関税合戦の停戦、中国経済の成長回復など、アジア新興国が享受しているのと同じ順風の多くから恩恵を受ける立場にある。当社では当該地域について、タイトな資金流動性状況と政情の不安定さから、アジア新興国に比べてより懸念を抱いていた。

しかし、先月に中央銀行がハト派に転換し金融環境が緩和されたことにより、流動性に係る懸念がいくらか和らいだ。金融株が最近アウトパフォームしていることは、金融市場の流動性が改善してきていることを示している。

金融環境は、チャート2のゴールドマン・サックス米国金融環境インデックスが示す通り、信用スプレッドの縮小と株式市場の上昇を受けて緩和している。

チャート2: ゴールドマン・サックス米国金融環境インデックス



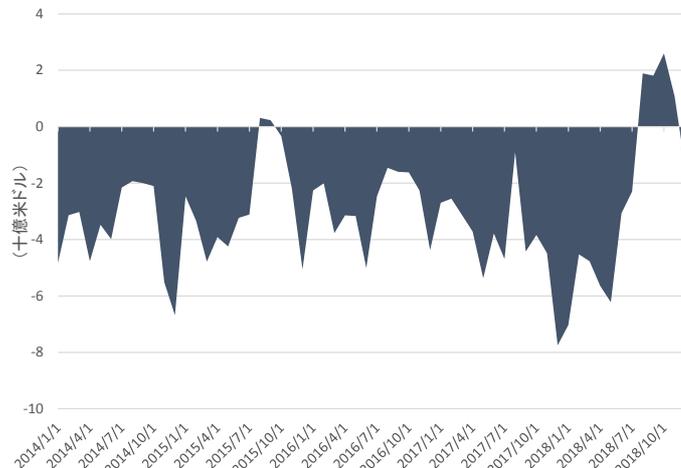
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成
期間: 2014年3月3日~2019年2月12日

政治リスクの面では、EMEAは依然まちまちの様相と言えるが、当社では中南米の政情が好転していることを好感している。

EMEA内では引き続きトルコが最もリスクが高い。ポジティブな面としては、利上げやその他の調整によって同国の最も慢性的な不均衡である経常赤字の縮小が進んでおり、チャート3が示すように、8月以降には赤字から黒字に転じている。

正統な政策へのシフトと対外収支の調整はトルコ資産市場にとって追い風となってきている。しかし、赤字の改善は大半が内需の急減によるものであり、また政治的リスクは取り除かれたとはとても言えない。一方、エルドアン大統領は、自身の権力強化と市場にとって不利な政策の推進に依然余念がない。当社ではボラティリティの高止まりが続くと見ており、トルコ資産への投資は引き続き見送る意向である。

チャート3:トルコの経常収支



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31日~2018年12月31日

南アフリカについても依然選別的なスタンスをとっており、投資を金鉱株に限定している。バリュエーションは市場全体にわたって改善しているが、当社モデルでのスコアは中立に至っているのみだ。ポーランドとハンガリーはバリュエーション・スコアと総合スコアで若干上回っている。

これで、EMEA の中では、バリュエーション・スコアが最も高く、また特に非常に堅固な対外収支などマクロ・ファンダメンタルズが良好なロシアが、当社の選好する株式市場ということになる。ロシアは最近、財政収支が対 GDP 比 2.7%、経常収支が同 7%の黒字と、双子の黒字に戻った。制裁がエスカレートするリスクはワイルドカードとして残るが、最悪期は脱したように見受けられる。

中南米の見通しは相対的により明るい様相だ。中南米内では、政情見通しがブラジルとメキシコの間で確かに乖離してきており、ブラジルが改革を追求する一方でメキシコは左傾化しつつある。しかし、市場は楽観度と悲観度それぞれの相対感を過度に織り込んでしまったように思われる。その結果として、当社はメキシコの資産を株式と債券の両方についてより有望視している。当社ではまた、チリとコロンビアの両国を有望視する十分な理由があると考えているが、一方でペルーとアルゼンチンについては慎重な見方を維持する。

新興国(アジアを除く)ブロック全体の順位引き上げを支持する材料は十分に揃ったかもしれないが、新興国株式は依然として一様と言うには程遠く、投資家は引き続き国、セクターおよび銘柄レベルでクオリティ重視のポジションをとるべきであろう。全主要新興国の資産クラス別の詳細な見方については、当社のレポート「エマージングマーケット・クォーターリー」をご参照いただきたい。

グローバル債券

ソブリン債の選好順位に変更はなく、オーストラリアとカナダを最上位に据え置いた。選好順位における最も顕著な変更は、イタリアをアンダーウェイトへと引き下げたことだ。

イタリア国債は、イタリアと EU(欧州連合)の間でイタリアの予算案をめぐる議論が最も激しくなって以降、堅調なパフォーマンス

を示してきた。イタリアは、昨年 10 月に S&P とムーディーズの両格付機関による信用格付け見直しを無事に切り抜け投資適格級の信用格付けを維持したが、財政赤字が対 GDP 比 2.04%となる 2019 年度予算案を最近合意したことにより、イタリア国債の取引がある程度正常な状態に戻った。

チャート4:イタリア国債 10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: 2018年2月14日~2019年2月14日

2018年にイタリア債券が最初に圧力に晒されたのは5月で、ポピュリスト(大衆迎合主義者)政党の「五つ星運動」と「同盟」による連立新政権が誕生した後であった。それから債券利回りは一段高い取引レンジに落ち着いていたが、その後はイタリアの2019年度の新予算案が EC(欧州委員会)に受け入れられるものにはならないのではとの不安から、市場センチメントが再び悪化した。

当社がイタリア国債に対する考えを初めて述べたのは、2018年10月の本レポートであったが、その時、利回りは4月の最低値から2%近く高い水準でピークを付けていた。当時、当社ではソブリン債の配分にイタリア国債を加えることを推奨していた。現在に話を進めると、いいタイミングでイタリア債券を保有してきたものの、ポジションの縮小を始める時が来たようだ。イタリア債券の利回りが一段上昇すれば、同債券を保有するリスクに十分見合うリターンが期待できると考えるが、利回りがこのように戻ってきた現在は、イタリア国債はとて魅力的とは言えない。

イタリアは引き続き債務問題を抱えており、欧州およびイタリアの経済が少しでも鈍化すれば、バッファがほとんどない同国の財政赤字は圧力に晒されるだろう。この脆弱性によってイタリアは市場で一連のパニックに見舞われる可能性がある。結果として当社では、イタリア債券について、昨年10月のケースのように過度のリスク・プレミアムが織り込まれているように見受けられる時には投資機会をもたらす可能性があるものの、長期保有の候補とは見ていない。

グローバル・クレジット

2019年は信用スプレッドが素晴らしい回復を見せて始まった。スプレッドは、ボラティリティが高まるにつれて米国株式が下落するなか、投資適格債、ハイイールド債ともにほぼ足並みを揃

えて拡大してきた。これは、よく知られている通り社債の信用スプレッドが株価に敏感であるのを考えれば、驚くことではない。この関係はその反対にも同じことが言え、今年に入ってから株式市場の回復とともに信用スプレッドも縮小している。株式市場の動きが追い風となったのは確かだが、当社ではクレジットにはより広い好材料が作用していると考えている。

チャート 5: 米国投資適格債のスプレッドと S&P500 指数(逆目盛り)



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: 2018年2月14日~2019年2月13日

冒頭で述べた通り、FRB は、金融政策において断固としたハト派的ガイダンスを示すことにより、わざわざ軌道修正して最近の金融環境の緩和を補強しようとしているように見受けられる。企業の借入れコストに対するこの短期的な軽減が、潜在成長率を上回るペースで続いている経済拡大を享受して既に良好な状況にある米国のビジネス環境を、さらに補強しているのは明らかだ。したがって、中期的には、このような順風が株式市場の上昇と組み合わさることにより、今後のクレジット市場に魅力的なリターンもたらす可能性がある。

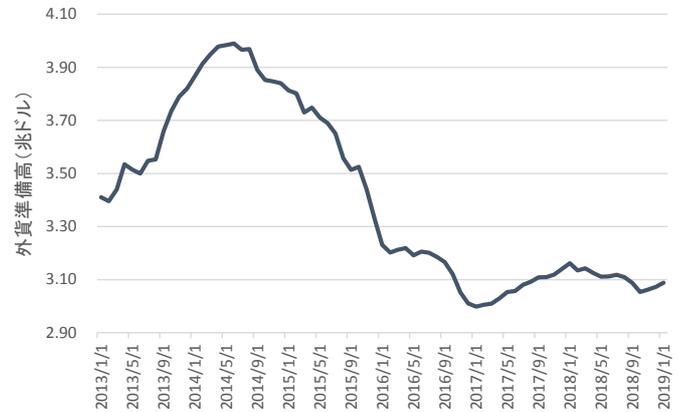
通貨

通貨の選好順位では、FRB がかなりのハト派に転換したことから、米ドルを2段階引き下げて日本円の下位とした。FRB のハト派化に加えて、貿易協定合意の可能性と米国経済の若干の成長鈍化も米ドルにとってさらなる逆風要因だ。しかし、貿易協定が実際に合意されるまでに、ボラティリティが一段と高まることが予想され得る。

その他、中国人民元を選好順位の最上位に引き上げた。これは FRB のハト派化も一因だが、主因は貿易協定合意の見込みで、実現すれば主に恩恵を受けるのは中国の通貨だ。また、クレジット・インパルスが回復を示しており、実体経済に有効な影響を及ぼすまでには時間がかかるものの、成長の下支えを促進するものと想定される。最後に、リスク選好度が回復するとともに貿易協定合意が見込まれるなか、中国へのより幅広い投資資金の流れがかなり大きく加速している。中国本土の株式と債券の代表的インデックスへの採用も海外からの資金流入を促すと見られ、これが通貨のサポート要因になるとと思われる。

チャート6が示す通り、中国の外貨準備高は安定してきて9月以降はやや増加しており、貿易戦争不安がエスカレートし始めた3月からの減少分の約半分を回復している。この増加は、部分的には中国人民元と新興国通貨がともに9月に対ドルで底を打ったことの為替効果も要因となっている。

チャート 6: 中国の外貨準備高



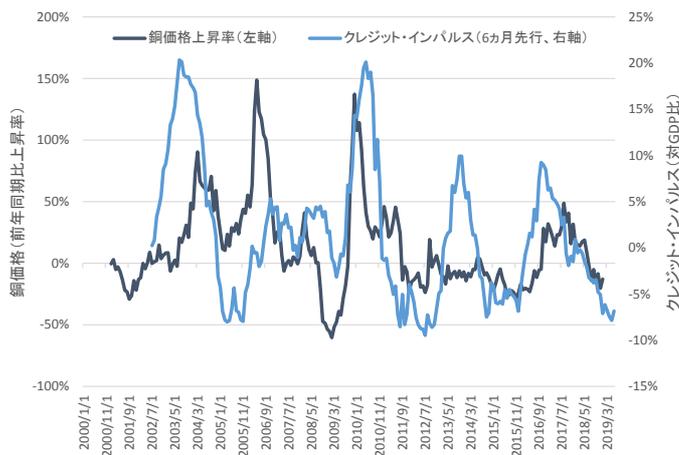
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成
期間: 2013年1月31日~2019年1月31日

明らかに、当社の見方におけるリスクは、貿易協定の合意が完了せず追加関税が実施されることだ。前述の通り、このリスクはより可能性が低いように見受けられるが、現実化すれば確実に「ファット・テール」(平均から極端に離れた事象の発生する確率が正規分布から予想される確率よりも高い現象)としてドルが上昇し、中国人民元は他の新興国通貨とともに下落するだろう。

コモディティ

ベースメタルについては、需要見込みを最も左右する要因は依然として中国で、過去10年において成長をてこ入れする必要がある場合は、従来と信で資金調達した投資(不動産、インフラなど)に依存してきた。しかし、今回は事情が異なる。中国が質を伴う成長の実現により深くコミットしており、システミック・リスクを低減すべく債務削減策を継続しているからだ。シャドーバンキングの抑制を通じた直近の債務削減取り組みにより、インフラ投資の伸び率は1年で20%から5%未満へと急減速し、ベースメタルは需要低迷の犠牲となった。チャート7に見られるように、中国のクレジット・インパルスはかなり大幅に落ち込み、それに伴って銅やベースメタルの価格も全般的に下落した。

チャート 7: 中国のクレジット・インパルスと銅価格

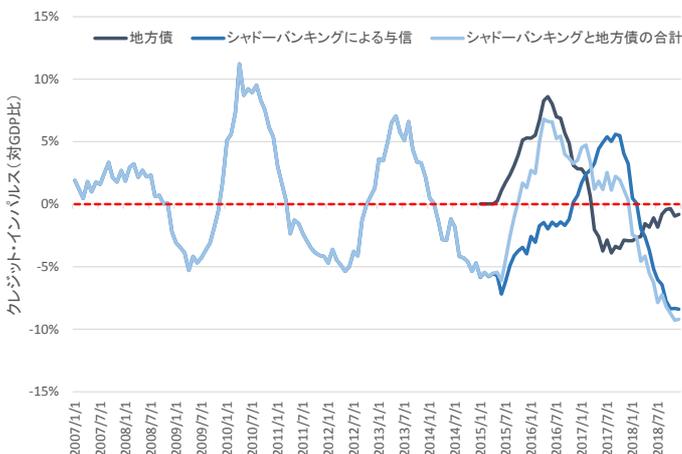


出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成
期間: 2000年1月31日～2019年6月30日

最悪期は脱したのだろうか。当社ではそう考えている。政府は債務削減に熱心だが、同時に幅広い信用引き締めによる巻き添えの悪影響も認識しており、与信の流れが必要な(質を伴う)経済の部分にはそれが行き渡ることを担保する策を講じている。

クレジット・インパルスは多少回復してきており、インフラ投資の資金調達のために債券が発行されていることもあり、回復が今後も続くと予想される。12月に開催された年次の中央経済工作会議で、政府はインフラ投資の資金を調達するために地方政府の特別債の発行を近々「大規模に」行うことを発表した。

チャート 8: 中国の地方債とシャドーバンキングのクレジット・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: 2007年1月31日～2013年12月31日

このような展開はポジティブな材料であるが、一方で当社は慎重な姿勢が依然妥当だと考える。政府が何としても成長を生み出そうと与信の栓を全開にした 2015 年とは異なり、中国はシステミック・リスク抑制へのコミットメントを継続するとともに足元の成長の状況についてパニックはしておらず、これはインフラ投資拡大の取り組みが漸進的なものとなり、当局がクレジット・インパルスの再点火に苦戦すれば失望的な結果にさえる可能性があることを意味する。

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