



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4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

2019年第1四半期のグローバル株式市場のリターンは12%と、四半期としては10年近くで最も良好なパフォーマンスとなった。グローバル・ソブリン債も同様に良好なパフォーマンスを示し、為替ヘッジ済み米ドル・ベースのリターンで3%と「安全資産への逃避」が見られた前四半期さえも上回った。反対に金は、2018年第4四半期の上昇率が7.5%であったのに対して、当四半期は0.7%の上昇にとどまり失望的なパフォーマンスに終わった。コモディティ全体は来たる成長好転を先取りしたようでリターンが15%に上り、それを牽引したのは25%の上昇を見せたブレント原油だった。実際、直近の四半期は、成長資産かインカム資産か、高リスク資産か安全資産かにかかわらず、ほぼどの資産に投資していても良好な結果が得られた。本レポートの読者の方々にお伝えしてきた、本年がマルチアセット投資にとって素晴らしい年になるという当社の主張は、十分に立証された状況にある。

当社が運用するファンドの多くのパフォーマンスからして、マルチアセットの投資家は少なくとも過去10年において最良の四半期パフォーマンスを享受できたのではないだろうか。これ自体は、グローバル株式の過去10年の年率換算リターンが12%(米国株式は15%)、グローバル・ソブリン債の同リターンが3.5%であったことを考えれば、見事だと言える。どの点から見ても格別の四半期だ。

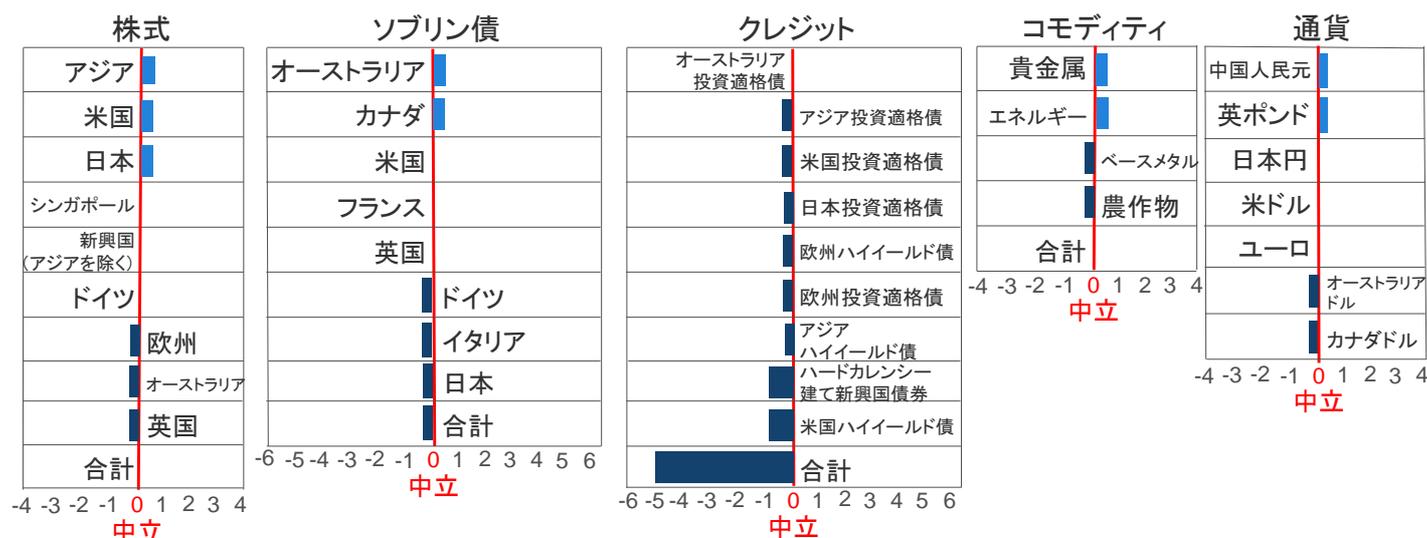
後になって振り返ってみれば、様々な資産が上昇した要因が、昨年末に過度の悲観によりリスク資産のバリュエーションが近年で最も魅力的な水準へと押しやられていたことにあると言うのは簡単だ。四半期初め時点のバリュエーションが割安だったところに、米FRB(連邦準備制度理事会)のまったく新たなスタンス(非常にハト派的)、中国の信用刺激策、前向きな米中貿易協議など、複数のポジティブな材料が加わり、資産クラスのパフォーマンスにとって酔いの回りやすいカクテルが出来上がった。

しかし全体的な投資ポジションのデータは、リスク資産のパフォーマンスが投資家の楽観的心理の回復を上回って先行したことを示している。先月の本レポートで指摘した通り、足元の環境はおそらく、楽観への完全な転換というよりは悲観の後退と言えるだろう。市場センチメントは脆弱なままだ。昨年のネガティブな見通しは依然として徐々に好転してきているに過ぎず、変化の風はまだ吹き始めたばかりである。2018年の下落相場で白旗を上げた多くの投資家は今年の相場回復に参加していない。これは投資機会を生み出している。そのような投資家の資金がより高い相場水準で誘い込まれるにしたがって、市場がさらに上昇基調を辿る要因となるからだ。また投資を継続すべきという当社の中核的な投資の考え方に忠実であり続ける理由が、これによってさらに増す。

投資を継続するというのは、市場が下落している時には簡単ではない。損失軽減に動けとの大きな圧力が、顧客やリスク管理チーム、経営陣からかかるからだ。「どうにかしろ、何でもいからやれ」というのは、よく聞かれるセリフだ。そのような時にリスクを削減しないというのは、何もしないという行動自体が有効な決断として受け入れられないことから、ポートフォリオ・マネージャーが下す決断のなかで最も難しいものとなる。しかし、直近の四半期の望まれない市場回復から学べるものがあるとすれば、それは「投資を継続することは投資家が後悔しないで済む最良の防御手段だ」ということだ。

このバラ色のシナリオには裏の面があることも認識しておくのが賢明だろう。大半の投資家にとって最終投資目的の達成と同じくらい重要なのが、それを達成する過程である。長期的な目標リターンの達成に対する確信は、短期的な損失が投資家のリスク許容度を超えたり足元の債務の返済を不可能にしたりしてしまった場合はあまり役に立たない。そのような状況でリスクを管理する方法は2通りある。有効な下方リスク管理原則を常に設けておくよう担保すること、そして投資家に対する期待値の設定を誤らないよう細心の注意を払うことだ。これらの両点については本レポートの今後の号で当社の考えをさらにお伝えしていくつもりである。

資産クラスのヒエラルキー(2019年3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

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なった。

グローバル株式

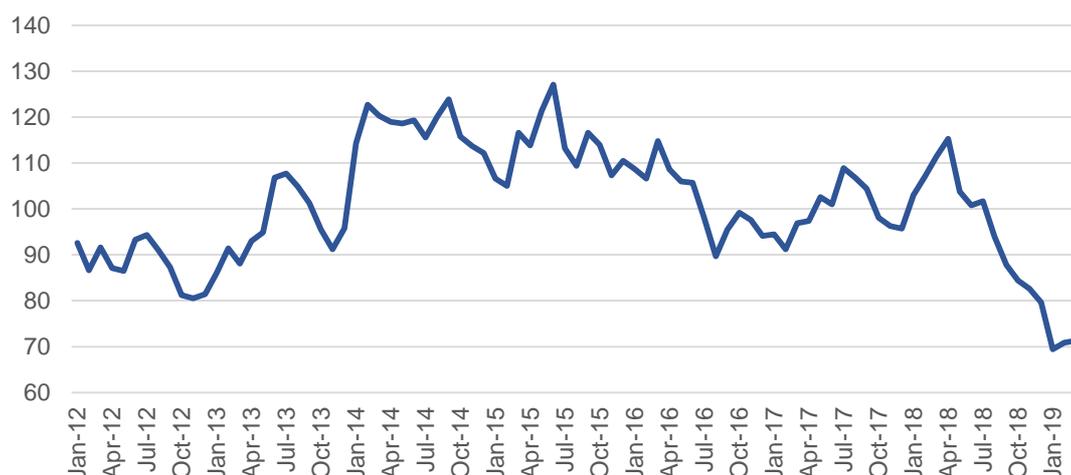
株式に対しては世界的にポジティブな見方を維持し、アジア株式を選好順位の最上位に据え置くとともにアジア以外の新興国市場をドイツの上位へと引き上げた。冒頭で述べた通り、リスク資産に対する当社のポジティブな見方は引き続き市場コンセンサスから大きくかけ離れている。

チャート 1 は、ステート・ストリート・インベスター・コンフィデンス・インデックスを再現したものだ。このインデックスはステート・ストリート社が算出しているもので、世界の機関投資家のグローバルなリスク許容度を客観的に示す定量バロメーターの役目を果たす。同社がその顧客ベースである機関投資家に代わって保管している資産を基に、実際の投資家の保有資産や安全性の高い投資資産対比でのリスクが高めの投資資産の最近の購入を算定することにより、リスク選好度を評価する。同インデックスは、そのタイムリー性と客観性から、一般的に用いられているアンケート・ベースや市場価格動向ベースのリスク選好度指標のいずれよりも良いリスク選好度指標だと言える。

チャート 1 が示すように、このインデックスによると、投資家のリスク選好度は 2018 年の早い段階で低下し始めており、まだ本格的には回復していない。

チャート 1: 投資ポジションのデータは 2019 年のリスク資産の上昇に投資資金がほとんど参加していないことを示唆

ステート・ストリート・インベスター・コンフィデンス・インデックス



出所: ステート・ストリート

期間: 2012 年 1 月 1 日 ~ 2019 年 3 月 1 日

当社の新興国市場に対する見方は中国を中心に強気度を増しているが、これはドイツ株式に対するポジティブな見方への支援材料ともなっている。ドイツの輸出セクターと中国の国内経済との間には経済的なつながりが多くあるからだ。これらのつながりが故に、ドイツと中国の株式の間には過去に高い相関性が見られてきた。しかし、チャート 2 が示すように、その相関性は最近になって弱まってきている。6 ヶ月のローリング・ベースのリターン・データを用いて測定してみると、80% 近い水準にあったドイツ株式と中国 A 株の間の相関性は昨年から低下し、より最近では 60% を下回っている。ドイツは新興国の成長を先進国市場で享受できる投資先であったが、過去に比べるとその度合いが薄れたということだろうか。

中国における投資から消費への長期的なシフトは、相関性が短期的に再び高まることがあったとしても、長期的には低下していく可能性が高いことを示している。一方で、当社ではドイツ株式の魅力度を低下させる固有の国内要因がいくつかあると考えている。

チャート 2: ドイツ株式は中国株式の回復に対する相関性が低下

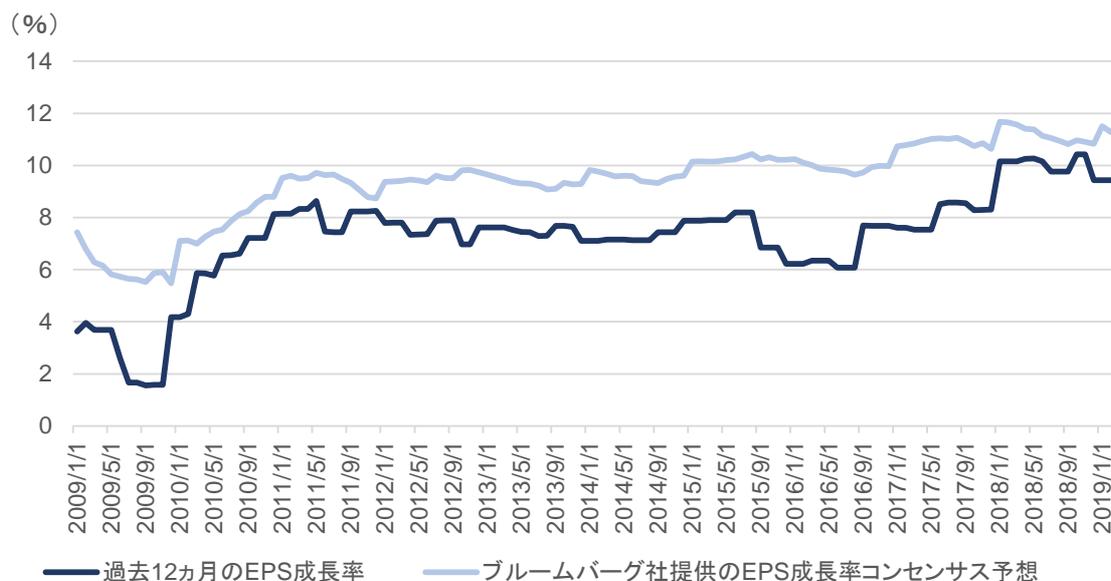


出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成

期間: 2009 年 8 月 28 日 ~ 2019 年 3 月 22 日

チャート 3 に見られるように、ドイツの企業収益は数四半期にわたって低迷が続いている。これには、世界経済の成長鈍化ばかりでなく、国内経済への依存度がより高い不動産セクターや消費関連セクターの低迷も要因となっている。

チャート 3:ドイツ株式では企業収益が依然として低迷

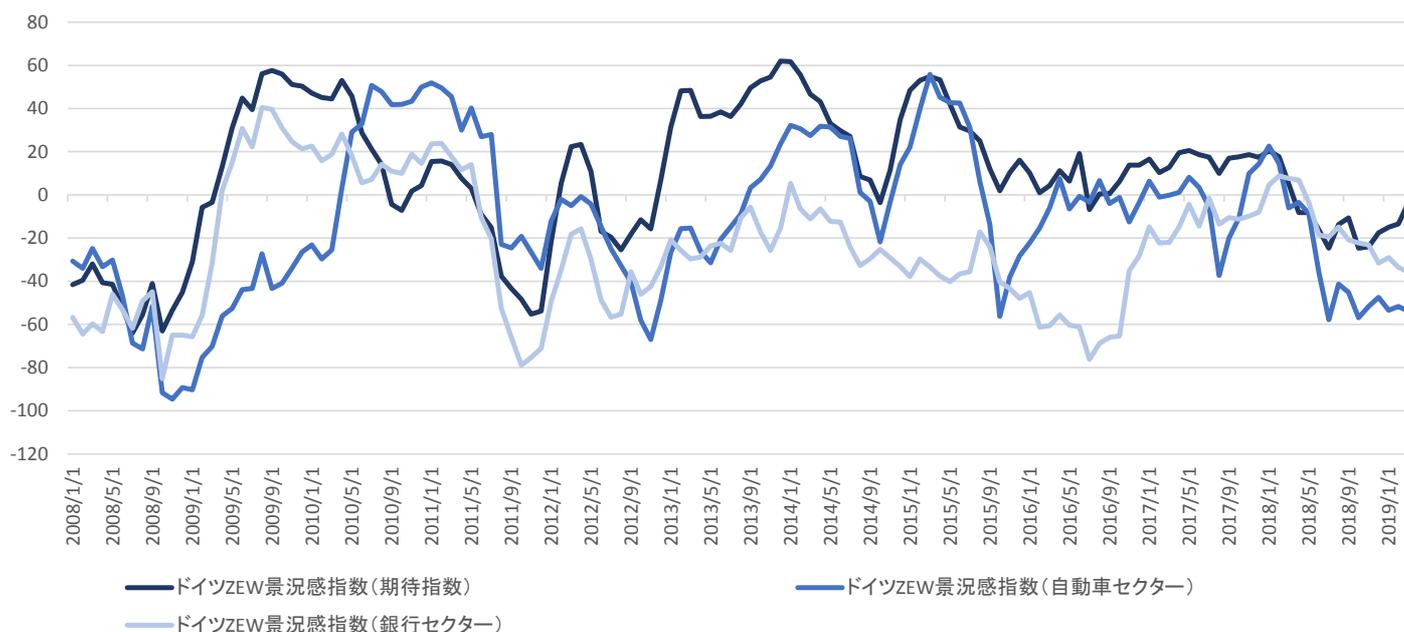


出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成
 期間: 2009年1月31日~2019年3月31日

消費関連セクターは、過去数年にわたってドイツ経済の明るい材料の1つであり続けてきた。ECB(欧州中央銀行)による非常に緩和的な金融政策により、ドイツの消費者にとっての実質金利は大幅なマイナスに保たれ、消費と不動産価格をともに刺激した。被雇用者は実質賃金の大幅上昇を享受し、それを受けて消費者の心理と支出は不透明感の強い政局環境にもかかわらず高水準に維持された。しかし、賃金の伸びは最近になって減速し始めた。世帯収入の伸びは、2018年の前年同月比5%超から直近では4%超へと鈍化している。

ドイツの全労働者の3分の1を雇用している製造業セクターは引き続き低迷しており、この1つのデータ要素を持続的なトレンドへと転換させる可能性がある。設備稼働率と企業の景況感はともに押し下げられた水準にある。新規受注などの先行指標も未だ加速していない。ZEW 景況感指数(チャート4)は非常に低い水準から小幅の回復を見せているが、銀行セクターや自動車セクターのサブ指数はまだ回復していない。ブレグジット(英国のEU離脱)をめぐる不透明感が払拭されないなか、金融・銀行サービス分野の全般的な景況感回復を見るのは難しい。ドイツ銀行とコメルツ銀行が合併することになれば、合併会社にとって数万人単位の余剰人員解雇と収益性低迷の長期化につながる可能性がある。存在に関する懸念は自動車業界も同様だ。中国との貿易競争に新たに勝利したトランプ大統領が関税を課すリスクも高まっている。ドイツの自動車業界には、同国が米国と中国のいずれに対しても競争優位性を持っていない電気自動車への世代シフトから発生する長期的なリスクがある。

チャート 4: 銀行セクターと自動車セクターでは景況感が引き続き低迷



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1月31日～2019年3月31日

ドイツには世界的な競争力を維持するために痛みを伴う改革に取り組んできた優位な歴史があり、今後再びうまく適応するために必要な変化をやり遂げられることを疑う理由は見当たらない。しかし、その道のりは険しいものになると想定される。したがって当社では、新興国の経済回復へのエクスポージャーを、アジア、EMEA(欧州・中東・アフリカ)および中南米の新興国株式を通じてより直接的に取ることを選好する。ただし、各国市場や企業の選別が引き続き重要となる。

選好順位においてはまた、米国株式を日本の上位に戻すという微調整も行なった。これは米国のマクロ・スコアの改善に基づくものだ。当社モデルでは、米国のスコアが金融政策と消費の強さにおいて「ややプラス」から「非常にプラス」へと改善した。FRBの緩和政策への転換によって、実質金利は2018年第3四半期につけたピークの1.2%から、過去5年の平均である0.6%足らずへと半減した。これは、米国の金融政策が少なくとも年内いっぱい、そしてもしかしたら2020年の米大統領選後まで、強い追い風となるであろうことを意味する。米国の消費関連セクターは、低い失業率、賃金の強い伸び、明るい消費者心理を背景に良好な状況が続いている。しかし、直近の経済指標では、小売売上高や住宅関連などのハード・データ(実際の経済活動の結果を集計したデータ)にも加速が見られている。金利低下や株式市場上昇の効果が、明らかに消費のさらなる活性化となって表れてきている。

日本の状況はあまり変わっていない。日本の選好順位は株式の上位3市場内に維持する。最近の経済成長やインフレの統計はぱっとせず、来たる8%から10%への消費税率引き上げの影響をめぐって不透明感も強まっている。とは言え日本株式は、マージンや収益性、株主リターン拡大を背景に、世界的に見ても最も強い長期的成長ストーリーの1つであることに変わりはない。

グローバル債券

ソブリン債券は、一貫して用いているバリュエーション、モメンタム、マクロ環境のスコアに当月はほとんど変化がなかったため、選好順位に変更を加えていない。しかし、グローバル債券の利回りが急低下したことから判断して、市場参加者は異なる見方をしたようだ。

米国債は3月に価格が大きく上昇し、利回りが10年物で0.31%低下した。この相場上昇は、米国株式が急落して月次リターンが-9%となった昨年12月の米国債急騰と同様の規模であった。12月の時には追加として、原油価格が10月と11月の大幅下落に続いて10%下落し、投資家のインフレ期待が低下するという要因もあった。あえて言うなら、昨年末はこれら2つの注目すべき要因がグローバル債券にとって追い風となったが、3月はいずれの材料も不在で、米国株式は2%のリターンをもたらす原油価格は5%上昇した。債券利回りの急低下は、リスクオフ局面での安全資産の買いに伴うものであることが多いが、先月の場合はこれに当てはまるとは見受けられない。

チャート 5: 米国債 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

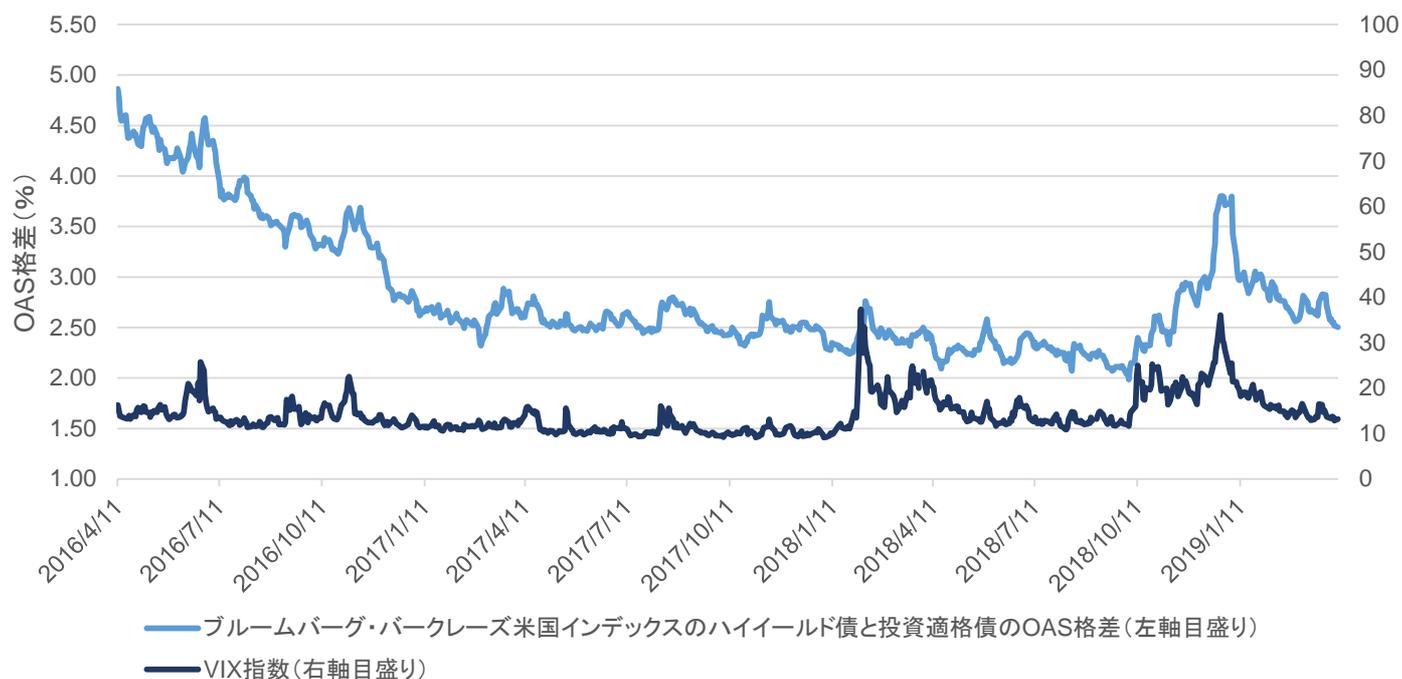
期間: 2018 年 4 月 9 日～2019 年 4 月 8 日

3 月に見出しが市場を左右したニュース項目を振り返ってみると、目立つのは世界経済の成長懸念の高まりと米 FOMC (連邦公開市場委員会) 会合の 2 つだ。ここで示されたのは、発表されたユーロ圏の製造業 PMI (購買担当者景気指数) が弱く世界的なリセッション (景気後退) が迫っている可能性を示唆しており、FOMC が金利正常化の一時休止を示唆したのは実は年内に行う政策緩和の第 1 歩であったという状況だった。最近のユーロ圏の経済動向には当社も懸念を抱いている一方、それが成長を過度に貿易に依存してはいない米国経済に悪影響を与えるとは考えにくい。米国の失業率が過去 30 年で最も低い水準にあり消費者と企業の景況感が高水準にとどまっているなか、FOMC が実際の金利を引き下げようとしている可能性は低いと考えるのが理に適っている。したがって債券市場は、第 1 四半期の経済指標に見られた一定の弱さから世界的なリセッションや FRB による新たな一連の金融緩和を推定するなど、先走りしてしまっているように見受けられる。当社では 2019 年にリセッションや FRB の緩和といった結果に至るとは予想しておらず、現在のグローバル債券の利回り水準は低すぎると見ている。

グローバル・クレジット

米国の経済環境の良好さは、過去 3 年にわたり社債のスプレッドにとって追い風となってきた。予想される通り、同期間においてはハイイールド債のスプレッドの縮小幅が投資適格債のスプレッドの縮小幅を上回った。これと同時に、2016 年から 2017 年を通じては概してボラティリティの低い環境が続き、一時的な急上昇はたまにしか起こらなかった。しかし、2018 年には市場は年初と年末の 2 回のボラティリティ・ショックを経験した。どちらの場合もハイイールド債のスプレッドは拡大したが、年末の時の方が反応はうんと大きかった。当社では、2 月のパニックはレバレッジをかけたボラティリティ商品に関連した需給ファクターを反映したものである一方、12 月のボラティリティ急上昇はより世界経済の成長懸念に関連するものであり、ハイイールド債の投資家にとってはより深刻な懸念材料だと考えている。

チャート 6: 米国社債におけるハイイールド債と投資適格債の OAS(オプション調整済みスプレッド) 格差とボラティリティ指数



出所: ブルームバーグ・バークレーズ・インデックス

期間: 2016年4月11日～2019年4月8日

しかし、ボラティリティは第1四半期に再び後退しており、ハイイールド債のスプレッドの縮小幅がまたもや投資適格債のスプレッドの縮小幅を上回る環境が整った。スプレッドは回復したとはいえ 2018年の最低水準まではまだ戻っていないが、ハイイールド債で得られる対投資適格債でのプレミアムは過去の水準に比べて小さく、投資家が負う上乗せのクレジット・リスクを補うには不十分であると当社では見ている。

通貨

通貨の選好順位においては、日本の投資家が依然としてタイトな資金流動性環境とキャリー・トレードのパフォーマンス低迷を受けて海外投資の一部を自国に回帰させており、それが円高につながっていることから、日本円の順位を米ドルの上へと引き上げ英ポンドのすぐ下とした。チャート 7 は、日本円の動きを、金融環境のタイトさを表す指標として米国の銀行株のパフォーマンスと比較し表したもののだが、FRB がきっぱりとハト派に転換したにもかかわらず、同中銀がバランスシートの縮小を継続していることから流動性はタイトなままとなっている。

チャート 7: 日本円の動向と米国銀行株のパフォーマンスの比較



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9月3日～2019年4月10日

資金流動性が依然タイトであるということは、脆弱性が晒された状況の継続を意味する。昨年の8月を通じて新興国通貨が大きく売り込まれた後、トルコとアルゼンチンが毅然と正統派の政策に立ち返ったこととFRBがハト派寄りに転じたことから、実は新興国通貨のキャリー・トレードは9月以降に利益を上げてきた。しかし、トルコとアルゼンチンの両国が新政策が不十分ではないかとの認識からストレスの兆候を示すなか、亀裂がまたしても生じつつある。

チャート 8: 新興国通貨のキャリー・トレード・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: 2018年4月2日～2019年4月8日

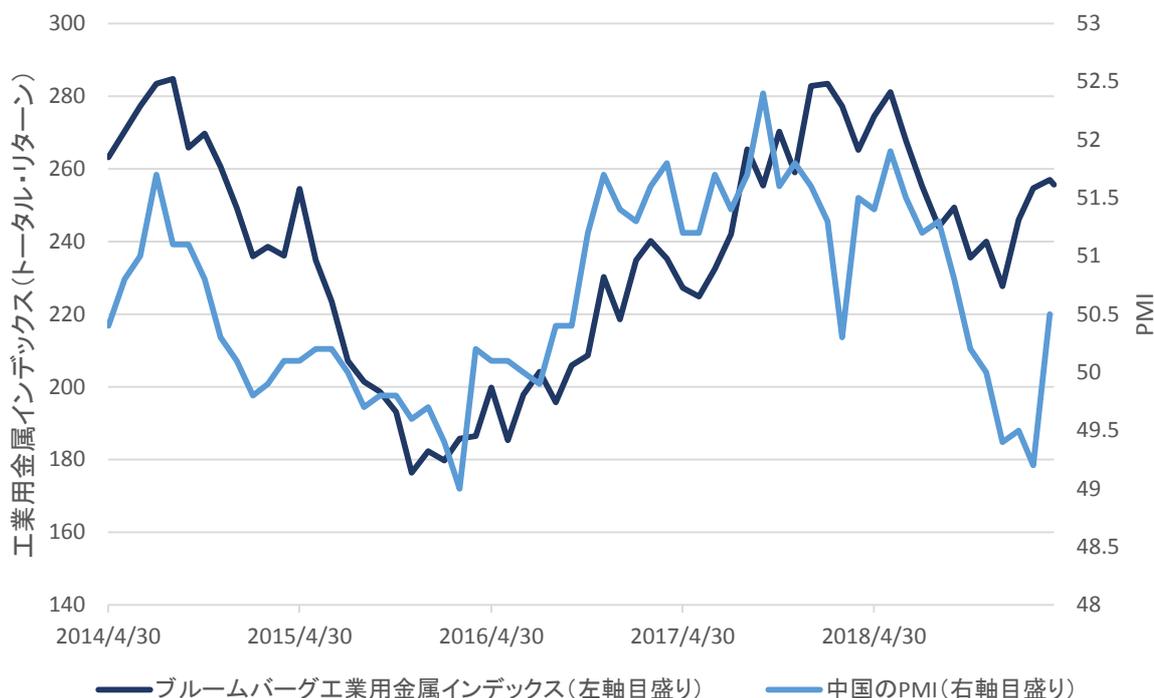
2018年終盤以降のリスク選好度の回復は揺るぎないものであり、継続的な上昇基調のポジティブな展開を推定したくなる誘惑に駆られるが、バリュエーションの魅力度は低下しており、資金流動性がタイト化している証拠と新興国のストレス部分を考え合わせると、日本円の選好順位引き上げは当社の慎重な見方を適切に反映した動きと言える。

コモディティ

第1四半期を通じて、コモディティは市場センチメントの改善にポジティブに反応し、全体として過去5年で2016年の第2四半期に次ぎ2番目に高い四半期パフォーマンスを享受した。実際、2つのミニ・サイクルの間には、貿易交渉はさておき、中国のリフレやハト派のFRBといった類似点を見出すことができる。しかし、中国は今回のサイクルではより控えめであるように見受けられ、経済にやたらと資金流動性を提供する代わりに、消費に注力するとともに的を絞った対策を推し進めている。この理由から、2019年第1四半期にベースメタルが2016年第2四半期のリターンを6%近く上回るパフォーマンスを示したのは意外だ。ベースメタルはファンダメンタルズから先走りすぎたのか。

ベースメタルの価格動向をポジティブな数字(コンセンサス予想が49.6で前月が49.2であったのに対し50.5)となった3月以前の中国のPMIと比べてみると、どうやらそのようだ。3月のPMIは2月から1.3ポイントの改善と、過去5年で最も大きい上昇を見せた。しかし、ベースメタルの価格とPMIの間には依然として埋めるべき大きなギャップがあり、確認するためには中国からの指標の発表を注視していくのが賢明と言える。当社では米中間の貿易交渉も注視していく。経済は向こう数四半期で安定化しベースメタルを下支えし続けるとのポジティブな見方をしているが、一方でベースメタルの上値は3ヵ月前ほどはないと考える。

チャート9: ベースメタルの動きと中国のPMI



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~2019年4月8日

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