



## MULTI-ASSET MONTHLY

日興アセットマネジメント MULTI-ASSET MONTHLY —

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6月発行「MULTI-ASSETMONTHLY」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

先月は貿易戦争の激化が上昇相場に突然待ったをかけた。米国と中国の株式市場はともに約6%下落し、新興国株式(-7.5%)、銅(-10%)および原油(-16%)もみな急落して月を終えた。下げ幅は昨年末ほどではなかったものの、リスク資産が好パフォーマンスを継続するのに完璧な環境のように見受けられたことを考えれば、昨年末と同じくらい劇的な動きであった。したがって、これが2019年のリスク資産上昇相場における踊り場にすぎないのか、それともより決定的なトレンドの転換点なのか、投資家が疑問に思うのは妥当と言える。当社の基本シナリオは変わらず、年末までに一段と上昇するというものだ。しかし、リセッション(景気後退)およびリスク資産暴落のテールリスク(発生する可能性は確率的に非常に低いものの、発生すると想定外の暴落・暴騰となるリスク)の可能性は、大幅に高まったと考える。

現在の投資環境の際立った特徴は、おそらく、市場のボラティリティが著しく高まったことだろう。経済活動はある程度良好さを保っているが、米中間の貿易をめぐる緊張の激化によって政策と経済の不透明性が増している。経済の先行きの明暗が今ほど分かれている時は長らくなかった。

一方では、米国の労働市場の堅調さ、中国のクレジット・インパルス(新規与信の対GDP比の伸び率)の加速、そして今年に入ってから引き締めから緩和へと驚くような政策転換を遂げた米FRB(連邦準備制度理事会)を含む世界的な金融政策の緩和が、リセッションの迫る可能性がかなり低いことを示している。しかし、他方にあるのは、不透明感の増大によってついに設備投資や消費者心理が弱まり、経済活動が世界的に大きく後退するという、かなり暗い見通しのシナリオだ。したがって、不本意ながら、向こう数四半期の投資環境は、その大部分がドナルド・トランプ米大統領のアカウントから発信されるツイートの性質によって左右されるだろう。

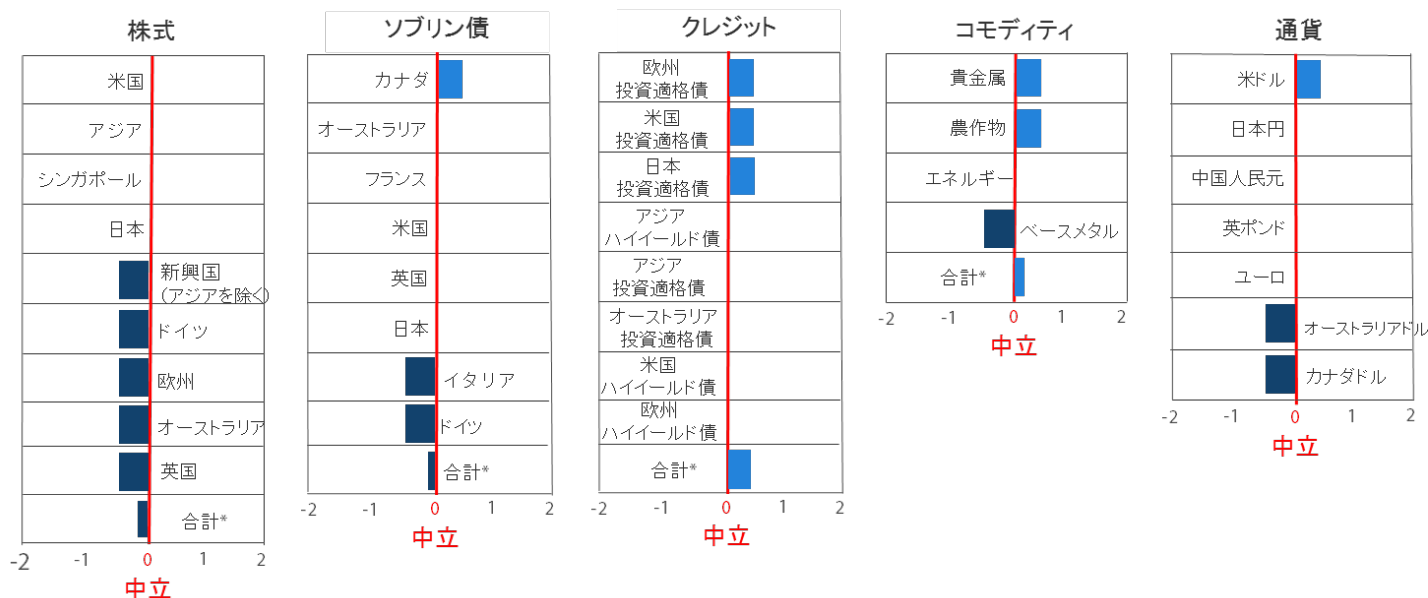
トランプ政権の取引スタイルにより、いかなる類の政策予想もほぼ不可能になっている。来たる2020年の米大統領選は、この不透明感を増幅するだけだろう。向こう数週間から数か月にかけて投資家が対処しなければならないリスク要因には、他にも米国株式や世界のテクノロジー株をはじめ多くの資産クラスにわたる割高なバリュエーションや、米ドル高のもたらす流動性環境のタイト化がある。

「パウエル・ブット」(株価が急落するたびにパウエルFRB議長がハト派的発言で相場を下支えすること)や、ECB(欧州中央銀行)がマリオ・ドラギ総裁の任期が終わる10月以降も「必要なことは何でも」やり続けるだろうとの期待が、この暗い見通しにとって一条の希望の光だ。かなり最近まで市場が直面していた主なリスクは、世界中で需給ギャップが埋まったなか、中央銀行がインフレ加速を回避するために政策を引き締めなければならないだろうということだった。米国では失業率が戦後最低水準にあり賃金が世界金融危機以降で最も高い伸び率を示していることを受けて、FRBがうかつにも引き締めを行い米国をリセッションに陥れるリスクは大いに真実味を帯び、2018年第4四半期の株価下落の主因となった。

しかし、上で論じたリスク要因は、実際のインフレおよび将来のインフレ期待の双方を急減速させることとなり、市場はこれを好感して年内に3回ものFF金利(フェデラルファンド金利)の引き下げを織り込むに至っている。しかし、当社はこれを懐疑的に見ている。歴史的に見て、経済がリセッションに陥ろうとしている時は、中央銀行の緩和は資産価格をてこ入れするのに十分な追い風とはならないからだ。可能性が高いシナリオは、リセッションが始まってより積極的な緩和が行われるか、あるいはリセッションはな

んとか回避できるが現在市場が織り込んでいるよりもかなり少ない緩和しか行われぬかだ。いずれのケースも、上昇相場を十分に持続できるシナリオには見えない。「4月の雨が5月の花を咲かせる」ことにはなったが、時宜を得たヘッジの必要性を再認識させられることにもなった。

## 資産クラスの選好順位(2019年5月末時点)



(注) 株式、ソブリン債およびクレジットの総合スコアは時価総額ベースで加重平均して算出。コモディティの総合スコアは単純平均で算出。

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った。

### グローバル株式

当月は、米国と中国でともにマクロ・スコアが若干悪化したことから、グローバル株式のスコアをプラスから中立へと引き下げた。

米国株式はバリュエーションが割高でモメンタムがそこそこである一方、中国株式はバリュエーションがより妥当ながらもモメンタムがマイナスの状況が続いている。したがって、両市場の総合スコアは中立の少し上から中立へと低下した。世界のその他ほとんどの株式市場についてはよりポジティブ度の低い見方をしており、株式市場全体に対する見方を中立に引き下げざるを得なかった。

#### マクロ・スコアを引き下げ

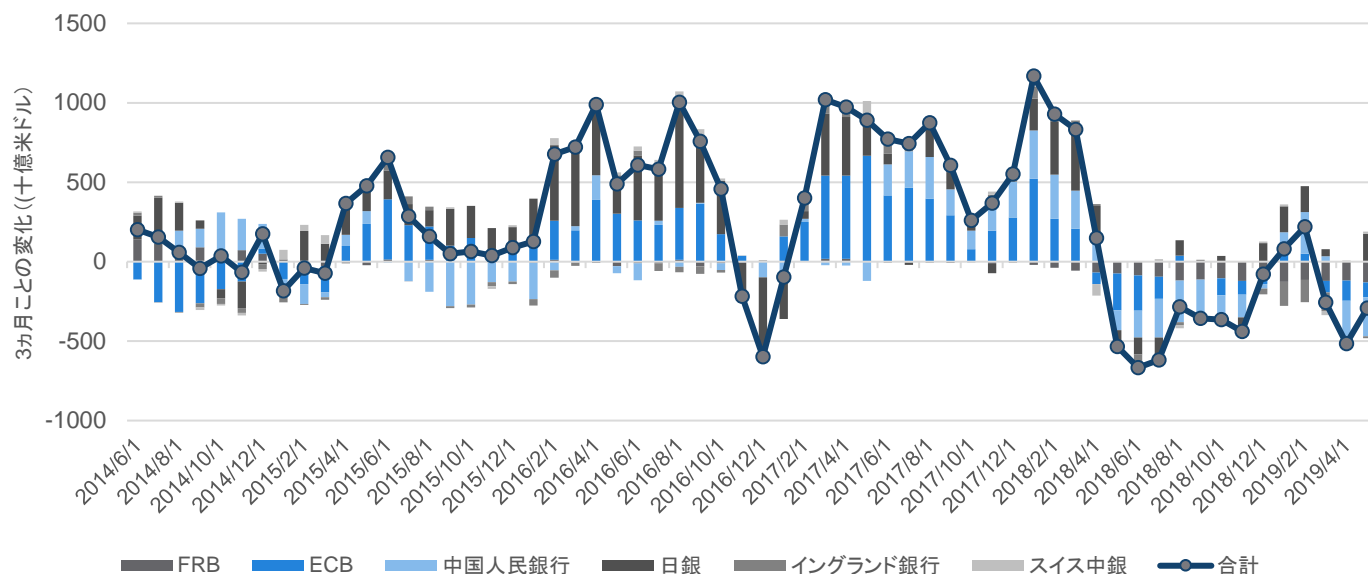
米国と中国はともにマクロ環境が強い追い風となっていたが、それはもはや当てはまらない。これには、現在両国間で繰り広げられている貿易戦争と大国競争を超える幅広い理由がある。これは、強調すべき重要な点だ。貿易戦争のストーリーはいつでも急転する可能性があるとして十分認識しているからである。例えば、6月終盤のG20大阪サミットでトランプ大統領と習国家主席の間で行われる会談は、貿易戦争の停戦につながる可能性が十分にある。幸い、当社のマクロ・リサーチの枠組みは、貿易戦争のように予測し難い事象の先を見据えることを可能とする。

当社のリサーチの枠組みをよくご存知の方は、当社が世界の各主要株式市場に対し、資産価格を左右する5つの主要サイクル(金融政策、財政政策、消費、流動性、企業収益)の評価に基づいてマクロ・スコアを付与していることを思い起こされるだろう。

前月まで、当社では米国に対して、各サイクルでモニターしている指標に基づきすべてのサイクルで中立以上のスコアを付与しており、これを受けて全体のマクロ・スコアがプラスとなっていた。しかし、当月は、財政政策のスコアを中立の若干下(N-)へ、流動性のスコアを中立(N)へ、消費のスコアを中立の若干上(N+)へと、前月の見方から1段階ずつ引き下げた。その理由は以下の通りである。

- 財政政策: 米国の財政の影響は、減税を原動力とする 2018 年の拡大財政の効果が薄れ始めるなか、昨年のプラスの追い風から小幅のマイナスへと変わった。
- 消費: 米国経済には依然として明るい材料もあるものの、消費者信頼感のデータはプラス度合いが後退し始めている。コンファレンスボードとミシガン大学が発表する消費者信頼感指数は、2018 年終盤からの大幅反発を経て引き続き高水準にある。しかし、直近では両指標ともに事前予想をかなり下回っており、一方で自動車販売台数やクレジットカードの支払い遅延率など消費者心理を示す他の指標は少なくとも黄色信号が灯っている。
- 流動性: FRB は、量的引き締めを 9 月に停止する予定であるものの、月次 400 億米ドルのペースでバランスシートを縮小しており、ECB および中国人民銀行からの流動性支援にも減少が見られる。世界の中央銀行は、市場から資金を引き揚げるている(チャート 1 参照)。

チャート 1: 世界の中央銀行のバランスシート



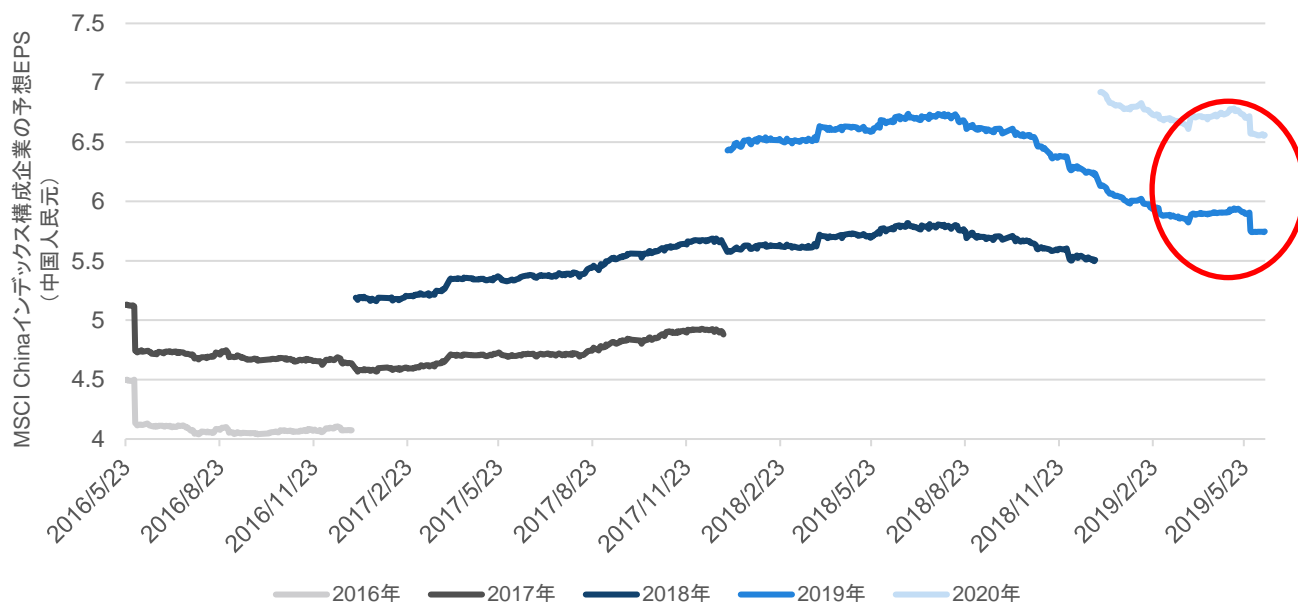
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成

期間: 2014年6月1日~2019年5月31日

金融政策(+)は引き続き緩和状況にあり、企業収益は低水準にある市場予想を引き続き上回っていくものと当社では見ている。したがって、マクロ・スコア全体(N+)としては依然サポート材料だが、ただその度合いは薄れてきている。

中国の4月の経済指標は、政策当局が年初の堅調さを受けて一部の景気支援策を取りやめたことから、大幅に弱まった。これに加えて貿易をめぐる緊張の高まりが、企業収益の回復と企業心理を下押ししている(チャート 2 参照)。当社では以前の強気な見方からより中立的なスタンスに転換しているが、状況が悪化すれば政府が一段の緩和策を講じる可能性があるリスクも認識している。

チャート 2: 中国の企業利益(予想ベース)

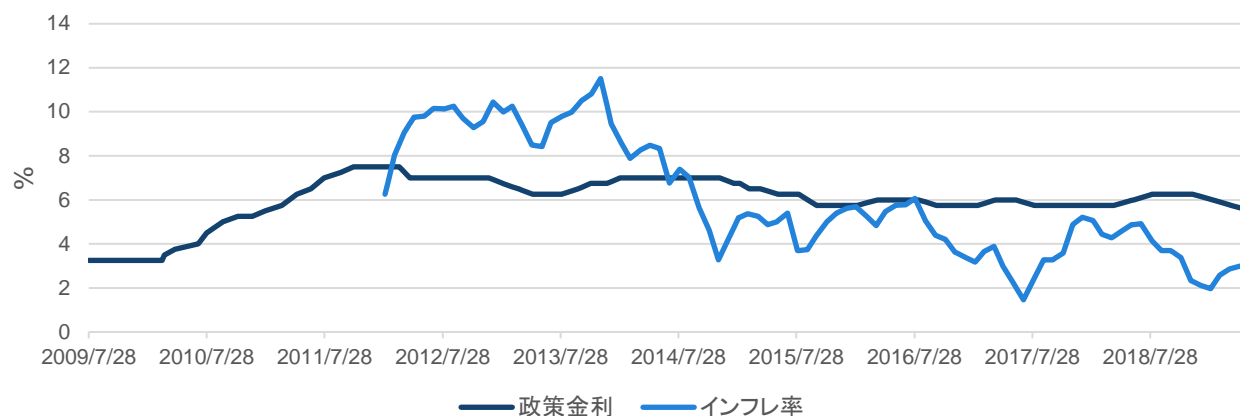


出所:信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成  
期間:2016年5月23日~2019年6月12日

しかし、当社では、特定の市場について投資機会を見出しておりリターンの向上を見込んでいる。5月には、インドとオーストラリアでそれぞれ行われた総選挙で現与党が勝利し、ナレンドラ・モディ首相とスコット・モリソン首相が再び政権を握ったことに注目が集まった。

出口調査ではすでにモディ首相優勢となっていたが、それでも市場は選挙結果を受けて安堵し、政策の継続とさらなる改革によってインドが景気循環的な成長鈍化を脱し構造的により強い成長軌道に乗るとの期待から大きく上昇した。インド準備銀行も直ちに、3度目となる0.25%の利下げで応えた。財政・金融両面からの政策支援と政治的安定が見込めることから、当月はインド株式の見通しを引き上げた。

チャート 3: インドの政策金利とインフレ率



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7月28日~2019年6月6日

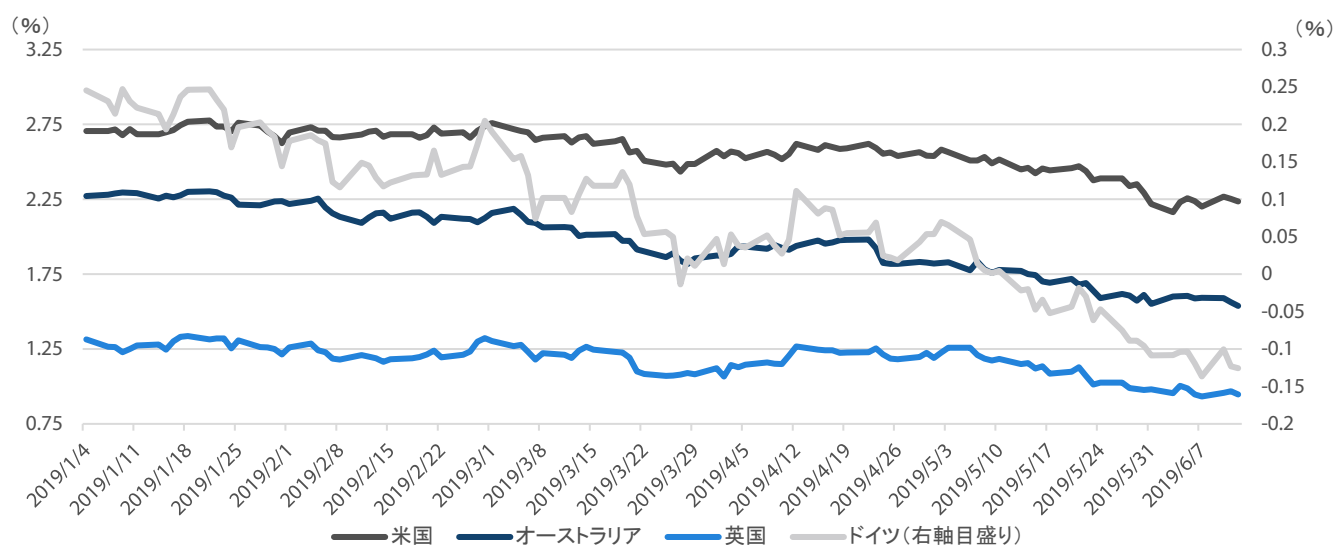
## グローバル債券

ソブリン債の選好順位では、前月は最上位の変更を行ったが、当月は最上位を据え置く一方で最下位の変更を行い、日本国債の順位を最下位から引き上げてより中立の位置付けとした。

日本国債は、世界的に続く超低金利のイメージキャラクター的存在として、グローバル債券のユニバースのなかでかなり嫌われてきた。過去2年間の日本国債の利回りは、10年債で最高値が0.16%、足元は最低値に近い-0.11%と、0.3%の狭いレンジ内にとどまってきた。さらに追い打ちをかけるように、日本国債は今年に入ってから世界的な債券利回り低下の動きにおいても劣後し、結果として世界の他の国債市場を著しくアンダーパフォームしてきた。しかし、その世界的な債券利回り低下によって、グ

グローバル国債の日本国債に対する利回り優位性もまた大幅に減じられた。チャート 4 が示す通り、グローバル国債の日本国債に対する利回り格差は縮小しており、最低利回りの座はドイツ国債に取って代わられた。

チャート 4: グローバル国債の日本国債に対する利回り格差 (10 年物)

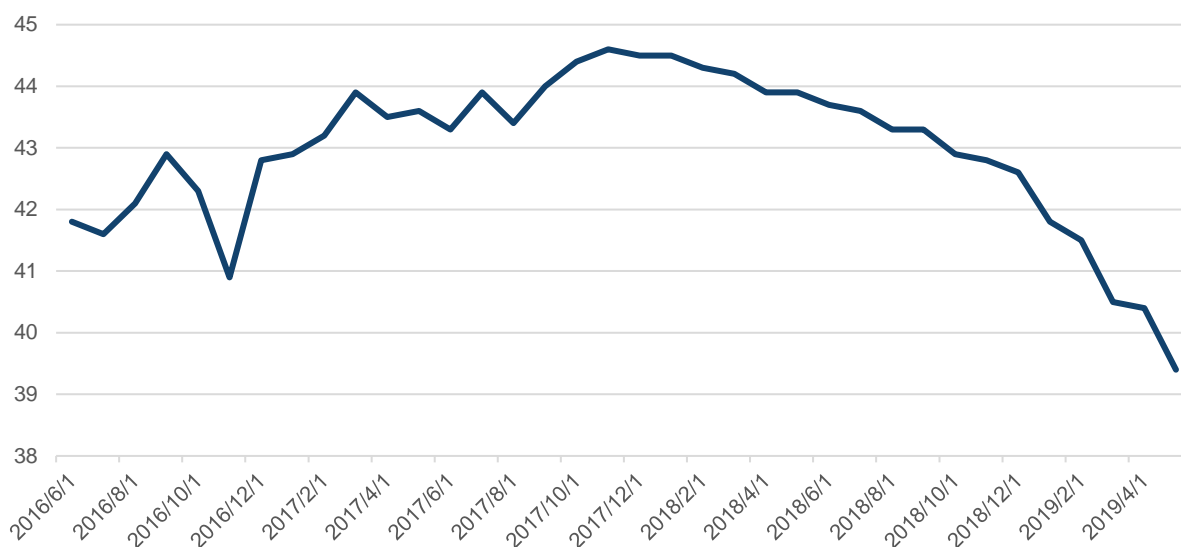


出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成

期間: 2019年1月4日~2019年6月12日

この相対利回りにおける改善に加えて、日本国債はこの先 2 つの要因から恩恵を受けると想定される。1 つ目は、日銀の黒田総裁が、日銀の 2% のインフレ目標に向けた前進が行き詰った場合は金融政策での追加支援を行うと約束したことだ。同総裁は、政策金利のさらなる引き下げや資産購入の増額を含め、使える手段はすべて活用する用意があると述べた。2 つ目の要因は、日本の経済見通しにおいて不透明感が強まっていることだ。米国が「アメリカ・ファースト」を追求するなか、世界の貿易は減少し日本にとってのリスクが高まっている。10 月に予定されている消費税引き上げを前に、直近の小売売上高や消費者信頼感といった指標は低迷を見せた。確かにこの消費税引き上げは過去に 2 回先送りされているが、政府は、国の経済に悪影響が及ぶとしても、3 回目の先送りは行わない決意を固めているようだ。

チャート 5: 日本の消費者信頼感指数



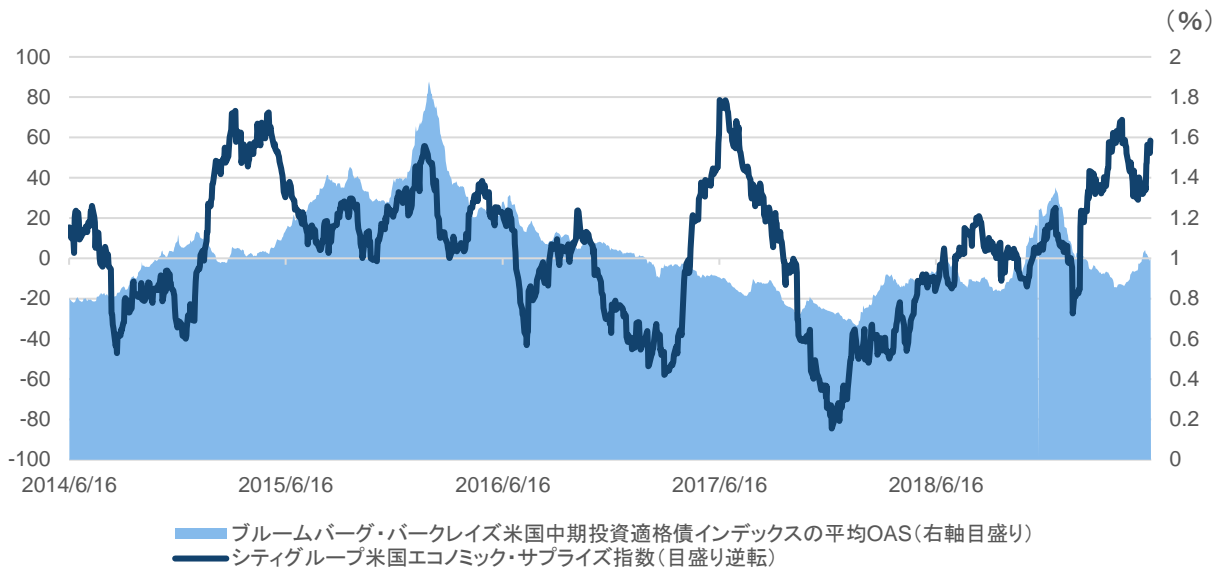
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成

期間: 2016年6月~2019年5月

## グローバル・クレジット

グローバル・クレジット市場は良好なパフォーマンスを続けており、スプレッドで見たバリュエーションは妥当な水準にある。米国の投資適格債の信用スプレッドは1月の拡大水準から縮小しているが、4月に見られた最小水準からは戻している。米国経済は企業の信用の質にとって引き続き追い風である一方、警戒すべき兆しもいくつか現れ始めている。チャート6が示すように、シティグループの米エコノミック・サプライズ指数(目盛りを逆転させてありプラスがネガティブ・サプライズを示す)は年初の良好な水準から着実に悪化を見せている。

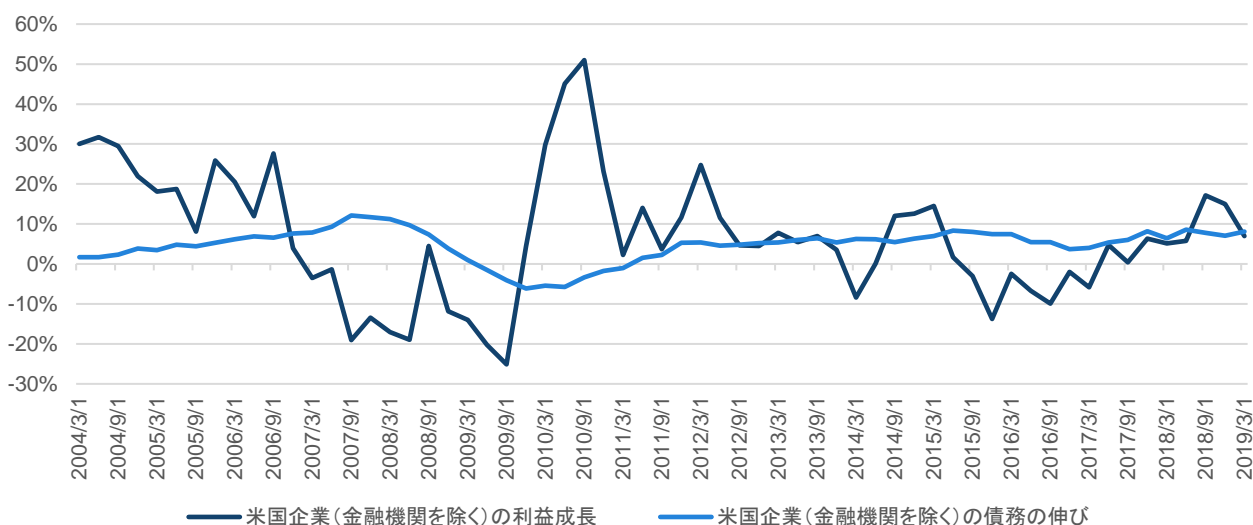
チャート6: 米国投資適格債のオプション調整済みスプレッド(OAS)



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6月16日～2019年6月13日

このように失望的な経済指標の発表が増えていることは、米国企業の利益成長の鈍化にも反映されているようだ。最近公表された米FRBの財務諸表データと第1四半期の国民経済計算を組み合わせると、米国企業(金融機関を除く)における利益成長と債務の伸びの比較について、直近の状況がわかる。利益成長は依然としてプラス領域にあり、直近になって債務の伸びを下回ったにすぎないが、債務の伸びが利益成長を上回る状況が続いた時は、最終的に企業のバランスシートの弱体化と信用の質の悪化につながっている。これが顕著だったのは2016年の初めで、利益成長の鈍化が信用スプレッドの拡大を伴った。これはおそらく近い将来に起こるシナリオではないが、当社では、企業利益成長がさらに鈍化するのを見極めるべく、これらの傾向を注視している。

チャート7: 米国企業の利益成長と債務の伸び



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3月～2019年3月

## 通貨

通貨の選好順位では、米ドルを引き上げて最上位とする一方、中国人民元について、貿易戦争の「再開」によりセンチメント（またそれを受けた資本の流れ）が急激にシフトしたことから、米ドルと日本円の両方の下へと引き下げた。既存の関税が 10%から 25%へと引き上げられ、中国からの残りの輸入品にも適用される可能性があることから、サプライチェーンは実際に再編の必要が生じると見られ、中国の輸出と投資がその犠牲となるだろう。

中国人民元の相場は、このような見通しの悪化に対して当然ながら調整している。2016 年に同通貨の下値が初めて試されて以来、中国人民銀行が保っている下限ラインは 1 米ドル=7 人民元だが、国内の状況が悪化すればこの水準を超える人民元安が許容される可能性がある。しかし、そのような通貨安は大幅な資金流出を防ぐべくコントロールされるだろう。

チャート 8: 1米ドル=7 人民元に迫る中国の通貨



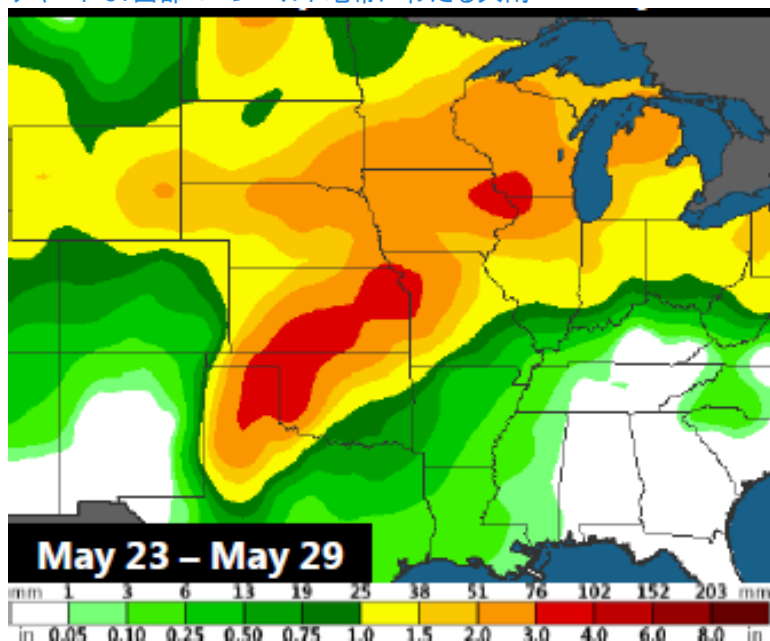
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成  
期間: 2014年1月2日~2019年6月14日

## コモディティ

コモディティの選好順位では、農作物をエネルギーとベースメタルの上へと引き上げた。農作物は昨年、貿易をめぐる緊張が激化し中国が米国の課した関税への報復措置として米国から輸入される農業製品をターゲットとしたことから、大きな逆風に直面していたが、足元ではファンダメンタルズが農産品価格の追い風となっている。

米国では、記録的な降雨により植え付けがかつてないほど遅れている（特にトウモロコシ）。例年トウモロコシの総収穫高の 16%を占めるイリノイ州では、5月20日時点での植え付けが、過去平均の 90%に対して 24%しか終わっていない。

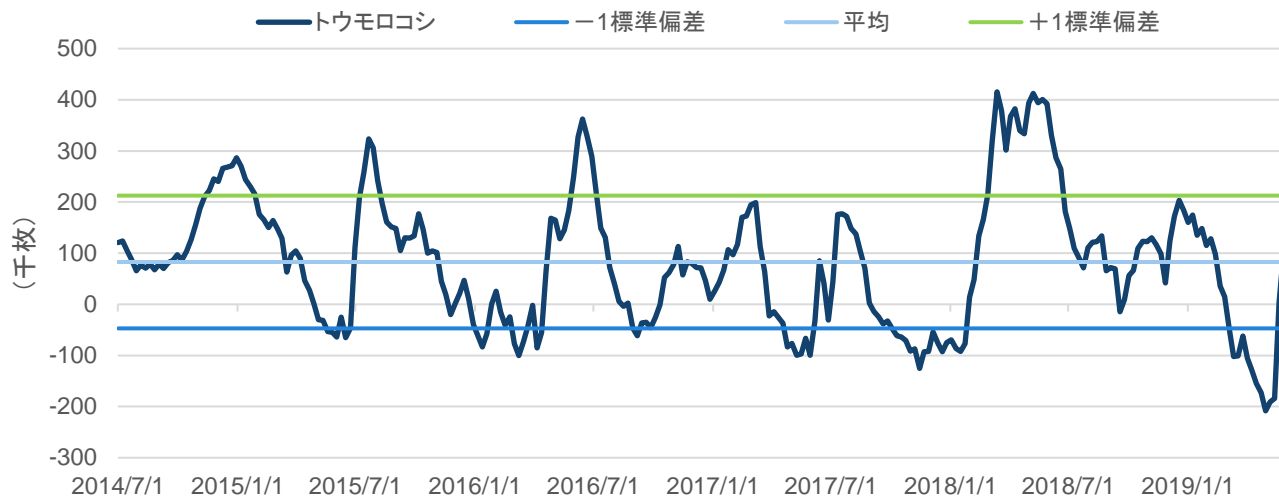
チャート 9: 西部コーンベルト地帯にわたる大雨



出所: Radiant Solutions, J.P.Morgan (2019年5月)

気象局によるとエルニーニョ現象も強まる模様で、世界の穀物供給は一段と妨げられるものと見られる。下のチャートが示す通り、投機筋はトウモロコシなどの市場でショート・カバーに走っている。実際の供給リスクに投機的心理のシフトが加わったことで、穀物価格は貿易戦争の激化にもかかわらず引き続き下支えされる可能性がある。

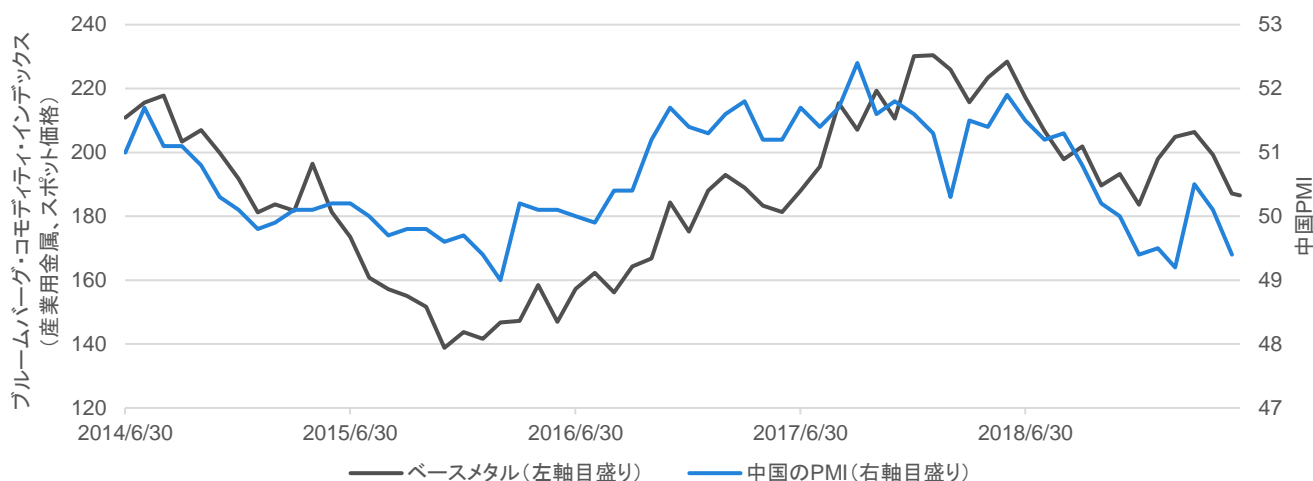
チャート 10: トウモロコシの投機的ポジション



出所: 米国商品先物取引委員会など、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: 2014年7月1日～2019年6月4日

一方、貿易をめぐる緊張の再燃は、ベースメタルとエネルギーの市場センチメントを押し下げつつある。ベースメタルは中国のPMI（購買担当者景気指数）と密接に結びついており（チャート11参照）、5月にPMIが景気後退を示唆する領域へと再び落ち込むと、ベースメタルの価格もともに下落した。過去にも述べてきた通り、道標となるのは引き続き中国の景気刺激策のペースと性質だ。中国は最近の景気低迷において、これまでのところ全面的な景気刺激策は控えており、代わりに企業や消費者を支援すべく減税を行っているが、コモディティにとってはこれはそれほど追い風にならない。足元の政策対応は経済成長を持続可能なものとするには有効だが、貿易戦争が激化するなか、中国はより広範な対策を発動する必要があるかもしれない。

チャート 11: 中国の PMI とベースメタル価格の動き



出所: 米国商品先物取引委員会など、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: 2014年6月30日～2019年6月13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		
+	中立	中立
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