

Multi-Asset Monthly

2021年7月

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。

本稿は 2021 年 7 月 15 日発行の英語レポート「Multi-Asset Monthly」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。

2021年7月20日

マルチアセット・チーム

投資環境概観

米国と中国の経済成長は、景気刺激策の効果と繰り延べ需要の当初の勢いが弱まり始めるのに伴い、当面の天井を打ちつつある可能性が高い。中国では、クレジットインパルス（新規与信の対 GDP 比の伸び率）がマイナスに転じる（通常は景気悪化の兆候）一方で需要の正常化が続いており、实体经济が必要とする分野に信用供与が向かうよう当局が引き続き微調整を行うなか、製造業における需要の膨張から通常の消費パターンへと移行しつつある。米国では、インフラに特化した大規模な財政出動への期待は後退するとみられるが、依然高水準にある過剰貯蓄、雇用の回復、緩和的な金融政策が相まって好調な需要の継続を支えている。

インフレに対する市場の懸念は驚くほど後退しており、これを受けて金利は低下を続けブレークイーブン・インフレ率（期待インフレ率）が 5 月半ばのピークから着実に低下基調を辿っている。米 FRB（連邦準備制度理事会）が極めてマイルドな「タカ派」トーンを発言を行った際も、市場は米ドル高、イールドカーブのフラット化、対バリュー株でのグロース株選好の強まりという予想外の反応を見せた。なかにはリフレ・トレードの終焉を宣言する向きもあるが、それでも圧倒的なコンセンサスとしては年末の米国債 10 年物の利回り水準が 3 月末に付けたピークの 1.74%を上回ると予想されており、当社も同様の見方をしている。

市場の困惑の原因となっているのは、まず新型コロナウイルスの感染拡大を受けたロックダウン（都市封鎖）により引き起こされた混乱である。それに加えて、前例のない規模の景気刺激策が世界中で同時に実施され、足元ではワクチン接種の実施状況によって経済活動の再開に格差が生じているという状況下で、概ね役に立たなくなっている経済指標の紛らわしさだとみられる。どんなに極端な見方であっても「経済データ」によって裏付けられ得ると言ってもいいくらいだが、極めて異例な政策の影響が波及し、その結果として生じた過剰流動性が依然システムに溢れている状況下で、物事がどの程度通常に戻るのかなど誰にもわからないのが実際のところだ。当社では、需要の回復と政策による支援の継続から順調な経済成長を見込んでいる。ただし、経済指標に明瞭さが戻った際には一部の投資家が間違ったポジションをとっていたことが明らかになり、それに続いてボラティリティが上昇する可能性には留意している。

クロス・アセット*

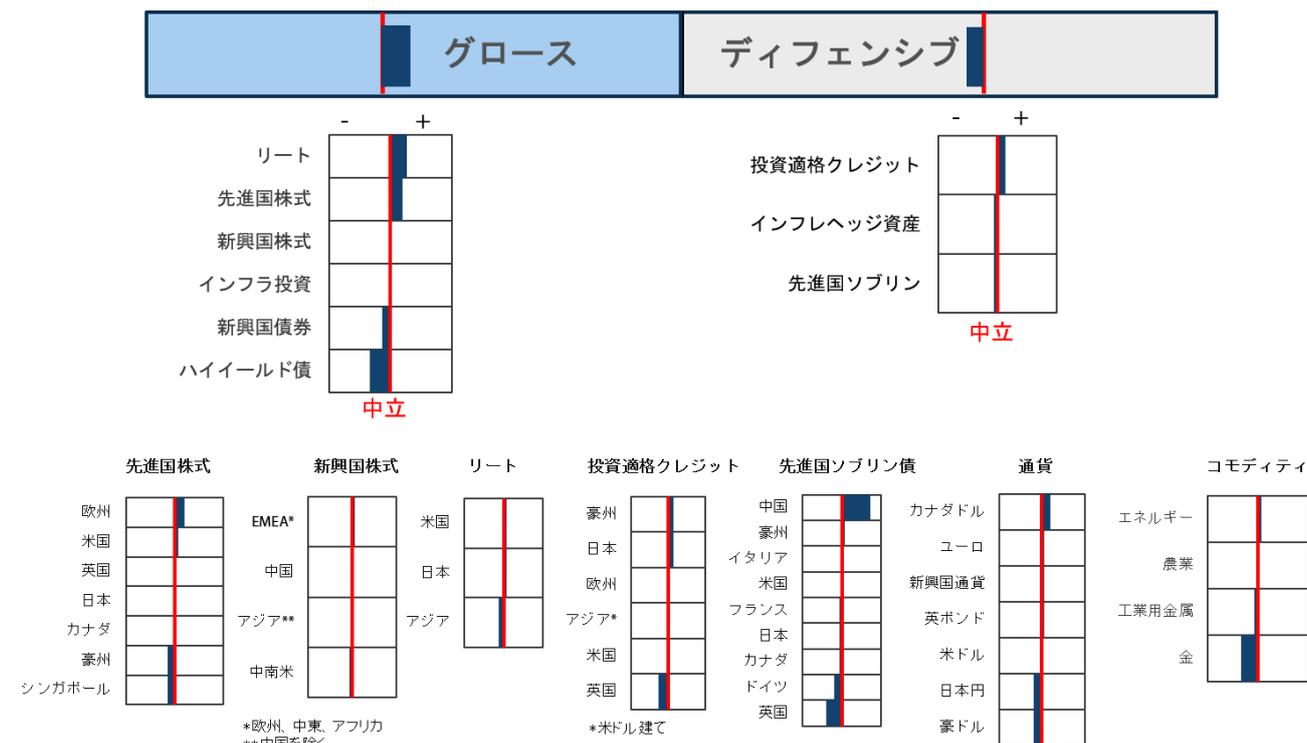
当社では、グロース資産への選好姿勢を維持する一方で、ディフェンシブ資産に対する慎重度を一段と弱めている。先月は FRB の発言においてタカ派度が若干強まったが、市場はそういったコメントをより重要なものと捉えたようで、米ドルが上昇する一方で長期金利が（異例にも）低下し、FRB のスタンスの変化が長期の成長見通しを悪化させるとの印象を示した。市場の反応は過剰であったように思われるが、新たな財政出動がなかなか進まず日を追うごとに減額の可能性が強まっていることがそれを増幅したかもしれない。

リフレ・トレードは、「ブルーウエーブ」（民主党が大統領選に勝利するとともに上下院の過半数も獲得すること）による大規模な財政出動が有望となったことを主な原動力として、昨年 11 月から本格化した。市場に織り込まれた楽観的な見方の度合いを考えれば、ある程度の反動があっても不思議ではない。比較対象となる「前年同月」が平行移動するベース効果から、インフレ率は 5 月でピークを打った可能性が高いが、コモディティやサプライチェーンでのボトルネックが緩和し始めているなど、一部のインフレ圧力もやや和らぎつつあるのかもしれない。グロース資産においては、ドル高が逆風となる可能性から新興国株式・債券のスコアを再び引き下げ、その分リートおよびハイイールド

債のスコアを引き上げた。ディフェンシブ資産では、金などのインフレヘッジ資産のスコアを引き下げ一方、先進国のソブリン債と投資適格クレジットのスコアを引き上げた。

* マルチアセット・チームのクロス・アセット見解は、(1)グロース対ディフェンシブ、(2)グロースおよびディフェンシブ資産内でのクロス・アセット、(3)各資産クラス内での相対的な資産の見方、という 3 つの異なる段階で示しています。これらの段階は、選好順位の水準は資産クラスが予想可能な形で似た動きあるいは異なる動きを見せるという当社のリサーチおよび直感的認識を表しており、したがって、資産クラスのクロス・アセットでのスコアリングは理に当たっていると、最終的により熟考された堅固なポートフォリオ構築につながると考えます。

資産クラスの選好順位(2021年6月末時点)



注) 上記の資産クラスおよびセクターの選好順位とスコアは、マルチアセット・チームの現在の投資見解を反映したものです。リサーチ・フレームワークは 3 つの段階の分析に分かれています。スコアは、各資産に対する同チームの相対的な見方(各資産が属する資産クラスの他の資産対比)を表しています。各資産クラス内のスコアは、コモディティを除き、平均すると中立となります。これらは投資リサーチまたは投資推奨助言に該当するものではありません。セクターや経済、市況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

グロース資産

リフレ・トレードの後退に伴ってグロース株およびテクノロジー・セクターへの資金シフトが続いているが、以前も述べた通り、長期的な成長性が高い利益マージンと潤沢なキャッシュフローを継続的に生む有望な投資機会をもたらすことに変わりはない。バリュー株や経済活動の再開から恩恵を受ける銘柄への資金シフトは依然として妥当であるが、追加財政出動の見込みが後退し続けている一方でFRBが緩和政策の出口のタイミングを検討していることから、10年超にわたって驚異的な成長を達成してきた「実証済み」のテクノロジー・セクターに再び資金が振り向けられていることに驚きはしない。

リフレ・トレードの主要な原動力は新型コロナウイルス問題に対処するために(金融・財政の両政策によって)投入された景気刺激策の規模であり、過小となるよりも過大となる過ちを犯しやすいのは明らかだ。世界中で巨額のマネーがシステムに流れ込むなか、過剰貯蓄は過去最高水準へと膨れ上がっており繰り延べ需要の解放に伴って消費へと向かおうとしているが、一方で供給はサプライチェーンが依然痛手を被っていることもあって限定的なものにとどまっている。

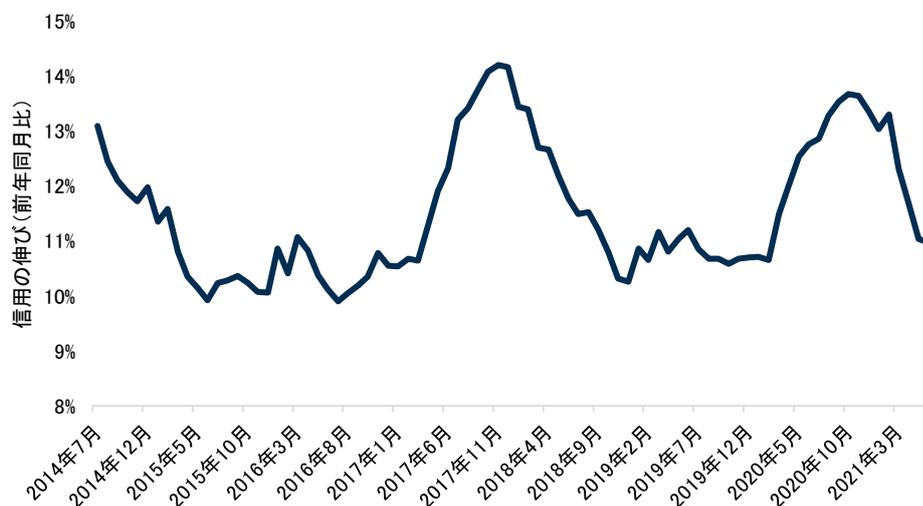
経済活動の再開に伴い、サービス業へのお金の振り向けを含めて繰り延べ需要の拡大が見られたのは確かだが、景気刺激策は一時的な支援であって恒常的な収入源ではないことから、消費者は自分の貯蓄について一部が見込んだような浪費をすることなくより慎重に扱っているようだ。サービス業は回復しつつあり、テクノロジーや電子製品に対する需要も引き続き堅調である。つまり、リフレ・トレードの要素の一部が「様子見」のチェックポイントにある一方で、長期的な成長見通しは依然として堅調であり好調な企業収益によって支えられている。したがって、バリュー株からグロース株に資金を戻す動きが一時休止していることは、単なる反動ではなく、むしろ世界の需要と成長の概観がよりはっきりしてくるまでの妥当な反応と言えるのかもしれない。

中国に投資する好機が来たか

中国に対しては、欧米のようにワクチン接種の実施が追い風となっている国・地域への資金シフトが近いと予想されたのに加え、中国国内で政策の引き締めが見込まれたことから、2021年序盤に慎重な姿勢に転じた。中国株式は再び苦戦の週を迎えており、今回その要因となっているのは上場を果たしたばかりである配車サービス企業の滴滴出行(DiDi)だ。規制リスクは依然として高いが、当社では中国のパフォーマンス劣後の最悪期は前四半期で終わった可能性があるとみている。

ワクチン接種が行われる前、2020年の新型コロナウイルス感染拡大の最中において、中国は明らかに経済面での勝者で、ロックダウンの効果的な実施によりウイルスを封じ込める一方、的を絞った景気刺激策と中国の製品に対する世界からの需要を受けて経済活動がコロナ前の水準へと急速に回復した。しかし、中国ではよくあるケースとして、政府はその急回復を利用して改革目的を改めて打ち出した。具体的に言うと、不動産など生産性がより低い経済分野への信用供与を引き締めるとともに、規模が巨大であるという特権を悪用したとされるテクノロジー企業に対して新たな規制を課したのだ。今年に入ってからこれまでは追加の景気刺激策とワクチン接種の実施という組み合わせが主に欧米の先進国の追い風となってきたことを考えると、資金が中国以外のより有望な投資機会へと向かったのは不思議ではない。しかし、米国の経済成長がすでに天井を打った可能性が高いことから、中国が国内政策を緩和し始めるに従って同国株式への逆風は弱まり始めるかもしれない。

チャート1: 中国における信用の伸び



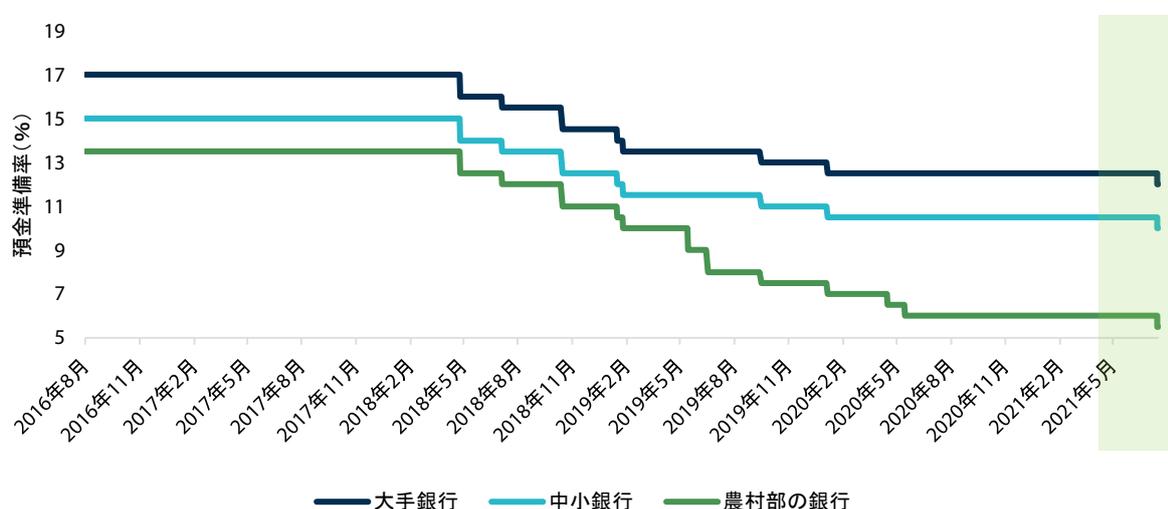
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成
期間: 2014年7月31日~2021年6月30日

まず、信用の伸びの鈍化が底を打ちつつあるように見受けられる。チャート1が示す通り、2020年11月以来大きく落ち込んできた信用の拡大ペースは、足元では政府の信用成長目標、つまり名目GDP成長率と同等の水準となっている。クレジットインパルスは現在マイナスとなっているが、この一因は1年前に実施された大規模な景気刺激策に伴うベース効果にある。地方政府の債券発行も目標純発行額の残り76%を埋めるべく2021年後半には加速するとみられており、年内にインフラ投資が拡大することを示唆している。また、政府は、不動産関連の投機に対しては融資を絞っているものの、実体経済の追い風となるような信用拡大については促進している。

実体経済に必要な信用を提供するという政府の目標は、今月9日に発表された広範な預金準備率の引き下げによって裏付けられた。これは2020年半ば以来初となる大規模な緩和で、これに先んじて実施された預金金利改革と

併せて銀行の資金調達における圧力を緩和することを目的としており、最終的には実体経済に提供される信用の拡大につながるはずだ。

チャート2: 中国における預金準備率の引き下げ



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8月1日~2021年7月14日

中国政府は、信用拡大の取り組みにおいて引き続き対象を絞っており、潜在成長力の解放と自己充足性の強化にとって重要な5G(第5世代移動通信システム)やIoT(モノのインターネット)、AI(人工知能)、先進製造技術などの新しい経済セクターにリソースを向かわせることを目指している。いつものことだが、これは、資本を利用効率の悪い分野から実体経済の成長のために最も必要な分野へと向け直しながら、その過程で特定のセクターに過度な経済的痛みを負わせることがないようにするという、微妙なバランス取りが必要な策である。

当社では、信用の伸びの安定化が景気鈍化懸念を和らげるのに加え、規制強化がピークを迎えているかピークに近づいており、これによって規制リスクへの懸念も後退するとみている。もちろん、今月上旬に米国での上場からわずか2日というタイミングでDiDiに下された厳しい処罰からすると、投資家の多くはすぐには当社のような見方をしないだろう。

規制強化運動は、フィンテック・セクターへの統制を強めるために蚂蚁集団(Ant Group)の上場が延期された2020年11月に始まった。今年の4月に親会社の阿里巴巴(Alibaba)は多額の罰金を科されたが、最終的に市場では同社の売上げに比べれば軽いと見なされた。突き詰めると、規制強化運動は、政府の妥当な目的を達成する一方でニュー・エコノミーと雇用の拡大を支えるのに依然不可欠なテクノロジー・セクターに過度の痛みを負わせることのないよう、体系的かつ公正に実施されたようだ。

しかし、最近DiDiに下された厳しい処罰によってテクノロジー・セクターには新たな激震が走り、この数日後に中国当局がテクノロジー企業の海外での上場に適用される新ルールを発表したことによって状況は悪化した。それでも、この最近の改革が政府の妥当な目的の範疇から外れているようには見受けられず、したがってDiDiの件は規制懸念のピークとなるかもしれない。

また、中国株は、経済成長が天井を打つ一方でイールドカーブのフラット化が続く環境下でリフレ・トレードが勢いを失うなか、グロース株とテクノロジー株に資金が戻る動きからも恩恵を受ける可能性がある。中国のテクノロジー株は米国のテクノロジー株に対し魅力的なディスカウントで取り引きされており、もし規制リスクが実際にピークを打つとすれば、魅力的な投資機会を提供し得ると当社ではみている。実体経済を支えるために信用拡大を促進するという中国の最近の取り組みも重要な転換点で、これを受けて今後の需要拡大が見込まれることにより、景気悪化が深まる恐れは回避されるだろう。

グロース資産に対する確信度の強い見解

- **当面は新興国資産に対して慎重**: 再びドル高となったのに加えてコモディティ価格とインフレ期待が軟化していることから、新興国株式・債券の両方に対してより慎重なスタンスに転じた。中国のクレジットインパルスがマイナスとなっていることや米国のインフラ投資計画の規模が縮小される見通しであることも、留意すべき材料である。もちろん、新興国は新型コロナウイルスのワクチン接種の実施において先進国に遅れており、今ではデルタ変異株の出現も経済活動再開への取り組みの重石になるとみられる。とは言え、新興国資産は主にバリュエーションの割安さから依然として魅力的であり、選別的に投資機会を探っていく。
- **株式ではバーベル・ポジション**: 引き続き、長期的成長性を有するグロース株とオポチュニスティックなバリュー株へのバーベル型投資が、現在の環境における最良のポジショニング方法だと考えている。経済活動の再開から恩恵を受ける銘柄やバリュエーションが魅力的なクオリティの高い銘柄を依然選好しており、そのような銘柄が上値を狙う最良手段であるとみている。一方、米国および北アジアのテクノロジー・セクターなど長期的な成長性を有するグロース株分野の投資機会も、優れた収益成長やキャッシュフロー創出力の観点から変わらず有望である。

ディフェンシブ資産

ディフェンシブ資産については先月末に再びスコアを引き上げたが、中期的には慎重な見方を維持している。最近の中央銀行の政策決定会合には、量的緩和(QE)における資産購入を減額し最終的に政策金利を引き上げる計画を議論しようとしている兆候がないかと、大きな注目が集まった。それに最も近いものと多くが見なしたのがFRBによる「ドット・プロット」(FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーによる将来の金利予測の分布をチャート化したもの)への変更で、最初の利上げの時期に対する予測の中央値が2023年へと前倒しされたが、当該予測は過去にその価値が疑問視されてきた。これはジェローム・パウエルFRB議長自身がFOMC後の記者会見で指摘した点であり、つまるところ、FRBは緩和的な政策スタンスを変わらず維持している。ECB(欧州中央銀行)も、債券弱気派の意に反し、QEの資産購入を加速させるとのハト派的メッセージを繰り返した。このように政策変更はまだ数ヵ月先になると思われることから、当社ではグローバル債券のスコアを継続して引き上げた。

先月のグローバル・クレジットは、スプレッドが月を通じて安定的に推移した一方で基準となる米国債の利回りが低下したことから、月間リターンがプラスとなった。大半の先進国では当初は鈍かった新型コロナウイルスのワクチン接種のペースが大幅に加速しており、世界経済はパンデミック(世界的流行)の最悪期が収束するにつれ失われた生産活動を急速に回復しつつある。財政・金融政策による支援が続いていることも信用の質が改善する環境を後押ししており、投資適格クレジットに対する当社のポジティブな見方の裏付けとなっている。

世界の先進国でリフレが続くなかであっても、債券の実質利回りは大幅なマイナスにとどまっている。この小康状態は、市場がこれからのインフレ指標に基づいて物価圧力が一時的なものか持続的なものかを引き続き評価していくなか、当面継続するとみられる。マイナスの実質金利は通常は金にとってプラスの材料だが、それにもかかわらず貴金属価格は米ドル高とテクニカルな売りからの圧力に晒されている。過去に基づくと、金価格は2013年のケースのようにQEのテーパリング(漸進的縮小)の正式発表に先駆けて下落する傾向にある。これらの要因を考え合わせると金を取り巻く環境は悪化すると想定され、当社では伝統的なインフレヘッジ資産の当面の見通しについて若干ネガティブに転じている。

テーパリング物語

世界の主要中央銀行が、巨額のQEプログラムとゼロ近辺またはマイナスの政策金利により、新型コロナウイルスのパンデミックを通じて世界経済に桁外れの支援を提供してきていることは間違いない。いくつかの先進国でパンデミックが収束し始めるにつれ、上述の金融政策に今後加えられるであろう変更の兆しはないかと、今では非常に大きな注目が集まっている。どの中央銀行もフォワード・ガイダンスは一貫しており、これからも長期にわたって政策金利を現行の低水準に維持し、利上げはQEプログラムの終了後になるとしている。主要先進国におけるQEプログラムの現在の状況は、チャート3に示した通りだ。

チャート 3: 主要中央銀行の量的緩和プログラム

カナダ銀行	オーストラリア準備銀行	イングランド銀行
カナダ国債購入プログラム (GBPP) 最低でも週 40 億カナダドル 4 月 21 日: 週次の購入目標額を 30 億カナダドルに縮小	国債購入プログラム (GBPP) 現在のプログラムの規模は 1,000 億オーストラリアドルで、週 50 億オーストラリアドルのペース (2021 年 9 月頃に終了) 5 月 4 日: 現在のプログラム以降の追加購入を 7 月の会合で検討 7 月 6 日: 現在のプログラムが 9 月に終了した後、週 40 億オーストラリアドルのペースで 11 月半ばまで QE を延長	資産購入ファシリティ (APF) 総額 8,750 億英ポンド (2021 年 1 月に始まった直近のプログラムは 1,500 億英ポンド、2021 年 12 月頃に終了) 5 月 5 日: 継続購入のペースは落とすが総額は変更せずに維持
FRB	ECB	日本銀行
米国債およびモーゲージ証券の保有額を拡大 月次で米国債を 800 億米ドル、モーゲージ証券を 400 億米ドル購入 (終了期限なし)	資産購入プログラム (APP) およびパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) APP では月 200 億ユーロ購入 (終了期限なし) PEPP の総額は 1 兆 8,500 億ユーロ (直近では 2020 年 12 月に 5,000 億ユーロ増額、2022 年 3 月頃に終了)	イールドカーブ・コントロールを伴う量的・質的金融緩和 (QQE) 日本国債 10 年物の利回りを 0% (+/- 0.25%) で維持するが、定期的な債券購入は行わない QQE での購入上限は年間で ETF12 兆円、Jリートで 1,800 億円 (終了期限なし)

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
2021 年 7 月時点

当社では、今年前半に本レポートの 3 月号で上記 6 中央銀行の QE プログラム引き延ばしに対するコミットメントの相対比較を評価したが、当時は、ECB と日本銀行がともに QE 政策を最も長く維持する可能性が高く、カナダ銀行、オーストラリア準備銀行、イングランド銀行が資産購入のテーパリングを行う最初の中銀になるだろうと考え、FRB についてはそれら 2 グループ間のどこかに位置するとみていた。

ここ数ヵ月において、当社の見方は現実化し始めており、最も可能性が高いと考えていた中銀が QE のテーパリング計画を発表し始めた。最初に動きを見せたのはカナダ銀行で、4 月に週次の購入目標額を 40 億カナダドルから 30 億カナダドルに縮小すると発表した。これにオーストラリア準備銀行が続き、直近の発表によると、現在のプログラムの終了が予想されていた 9 月に購入ペースを現行の週 50 億オーストラリアドルから同 40 億オーストラリアドルに落とし、実質的に QE を少なくとも 11 月まで継続するとしている。そして、議論の余地はあるかもしれないが、5 月にプログラムの規模は変えないものの購入ペースを落とすと発表したイングランド銀行も、この最初に動きを見せた中銀のグループに含めることができるだろう。

しかし、最多数の市場参加者が最も関心を寄せているのは、FRB の QE 計画である。6 月の会合で、FOMC は資産購入のテーパリングについて「検討することを検討」し始めたことを認めた。次の 2 つの注目点は、7 月下旬に行われる次回の FOMC と 8 月下旬のジャクソンホール経済シンポジウムになるとみられる。当社では、FOMC が次の会合でテーパリング・シナリオの議論を始めるものの、詳細については早くても 8 月まで待たなければならないだろうと予想しており、実際のテーパリングについては 12 月か来年の 1 月に始まる可能性が五分五分とみている。

このテーパリングをめぐるあらゆる思惑は興味深く、なかには愉快とさえ感じられるものもあるが、いずれテーパリングが実施されることの影響は短期とより長期で大きく異なる。当面は、中央銀行による国債の大量購入が大幅なマイナスの実質利回り水準で継続される。この大規模購入は、今年前半に QE 購入の減額を予想してソブリン債のポジションを減らしてきた投資家や投機家にとって厄介な問題となり続けており、そのようなアンダーウェイト/ショート・ポジションには中銀の執拗な購入活動によって当面圧力がかかる。しかし、より長期的には、公的部門による購入が減れば他の投資家からの購入が増える必要があるということになる。これもやはり厄介な問題をもたらすが、方向は逆で、中銀にとっては気にならなかった大幅のマイナス実質利回りが他の投資家には魅力に欠けると見なされ、結果として債券利回りの上昇とイールドカーブのスティープ化への急激な反転が再び起こる可能性がある。

ディフェンシブ資産に対する確信度の強い見解

- 投資適格クレジットの提供するキャリーは依然として魅力的: 投資適格債の信用スプレッドは歴史的に見てタイトな水準にあるが、信用の質は改善が続いており、現在の環境下では上乗せ利回りが維持されるものとみられる。

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		
+	中立	中立
最終スコア +		

当資料は、日興アセットマネジメント(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はありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社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。当資料中のグラフ、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。