

Multi-Asset Monthly

2021年8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 8 月 18 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8月25日

マルチアセット・チーム

投資環境概観

当社のリフレ見通しは最近、クロス・アセットのプライシングによって試されている。約 1 年前にリフレの見込みについて議論を始めた当初、当社では複数の主要な要因を特定した。その最たるものが、金融・財政政策による大規模な景気刺激策が同時に実施されることに加えて、最終的な経済活動の再開が景気に大きなプラスとなることだった。経済活動は当初のロックダウン（都市封鎖）の終了に伴って力強く回復し、その後も新型コロナウイルスのワクチン接種や「ブルーウェーブ」（民主党が大統領選に勝利するとともに上下院を制すること）選挙を受けた米国の追加財政出動によってさらに押し上げられる、と予想していた。これらの要因が現実化し始めるに従い、リフレ・ポジションは今年の第 1 四半期を通じて非常に良好なパフォーマンスを示した。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の最悪期における超低金利局面を経て、第 1 四半期にリフレ・コンセンサスにより大幅に上昇した債券利回りの上方モメンタムは、第 2 四半期の初めに小休止した。多くのクロス・アセットの価格動向も反転し、債券利回りが世界的に再び低下してドルが上昇するとともに、バリュー株からグロース株へと資金が回帰した。これらの反転は、単に市場参加者が上手くいったトレードを利益確定のために手仕舞ったことを示唆しているのかもしれないが、より心配なのは、市場の変化が失望的な経済成長シナリオを予示している可能性だ。物価圧力が過熱していることはほぼ間違いないが、最近のインフレを押し上げている構成項目の内訳を見ると、インフレの大半は持続的な需要拡大よりも供給の混乱によってもたらされているようである。これは、インフレ圧力の長期化ばかりでなく、ある意味リフレの議論にとっても反証材料となる。

金融および財政政策の組み合わせによる景気刺激策は前例のない規模・範囲に及んでおり、パンデミックの最悪期を通じて各国経済を支えるのに効果を発揮してきた。しかし、政府の緊急政策はもともと一時的な性質のものであるため、それ自体が持続的な需要や成長を生み出すわけではない。政府の政策による支援が徐々に縮小されていくに従い、どこかの時点で有機的成長がパンデミックの不安に脅かされる経済を再びリードしていくようになる必要がある。当社が景気に対してネガティブな見方に転じたかと言えば、答えは「ノー」だ。しかし、しばらくのあいだは需要パターンが通常の状態に戻らないかもしれないということに世界がまだ気づいていないと考えており、そのため今後ボラティリティの高まる可能性があるとの見通しの調整を行った。

クロス・アセット*

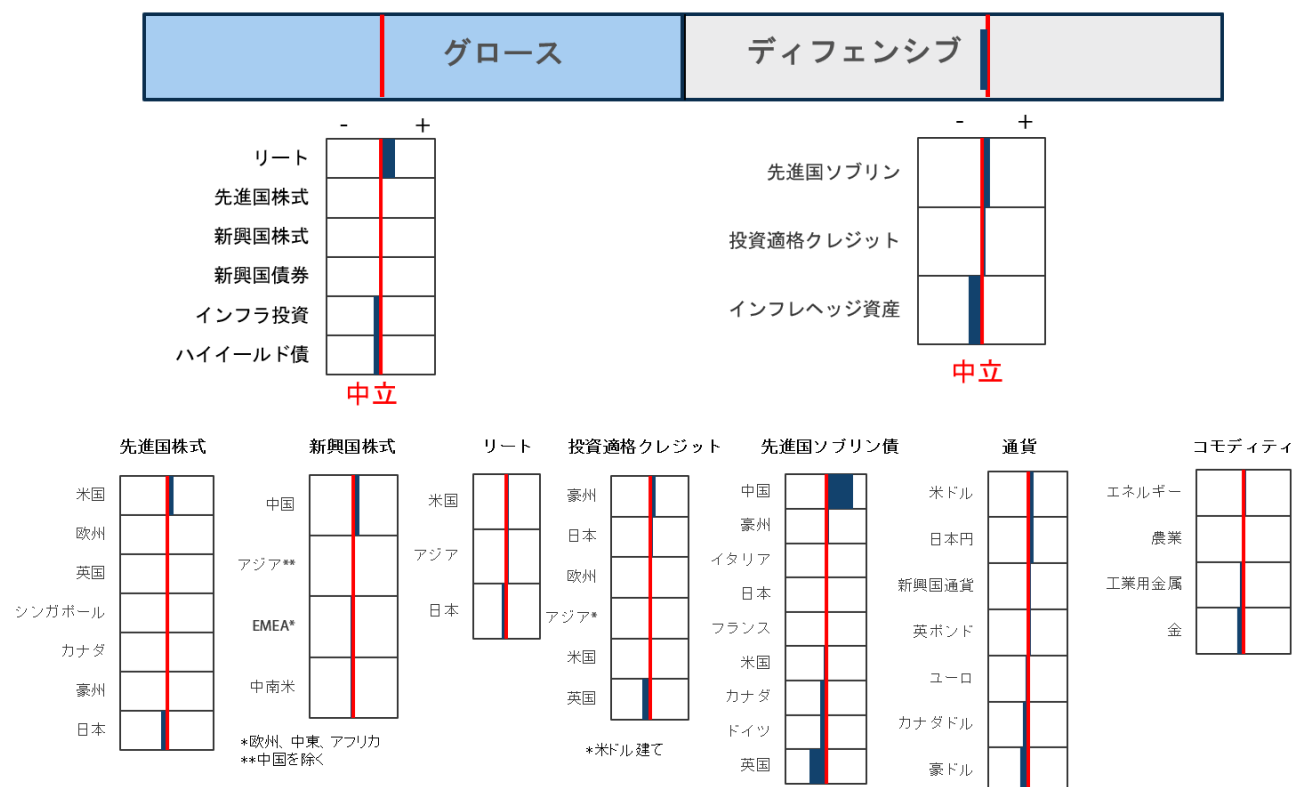
しばらく相対的に強気としてきたグロース資産に対する見方を中立へと引き下げ、一方でディフェンシブ資産に対する見方を引き上げて相対的な弱気度を若干レベルとした。世界経済の成長見込みについてはファンダメンタルズ的に依然ポジティブだが、新型コロナウイルスのパンデミックはたとえワクチン接種が急速に進んだとしても克服するのが難しいということを世界が甘受するにつれて、今後は市場環境の困難さが増す局面を迎えるかと予想している。当社のリフレ的な見方は、金融・財政政策による桁外れの景気刺激策がパンデミックの最悪期を通じて世界経済を支え、後にワクチン接種の順調な進行を受けた経済活動の再開につながることを前提としており、繰延需要と貯蓄超過の最終的な解放が並外れた経済成長、そしておそらくインフレをもたらすだろうとのシナリオに基づいている。

しかし、新たなデルタ変異株の出現を受けて消費者の支出意欲をめぐっては不透明感が強まっており、需要が「通常」により近いパターンに戻るのには遅れるかもしれない。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）がマイナスに転じることに伴うアジアでの需要減少の可能性も逆風となり得る。結果として、当社が過去 1 年支持

してきた「リフレ・トレード」は明確さが後退しており、勢いが衰える可能性もある。したがって、先進国株式および上場インフラ投資のスコアを引き下げ、一方で新興国債券やハイイールド債などインカムがより高いグロース資産のスコアを引き上げた。また、インフレヘッジ資産のスコアと、程度はより小さいものの投資適格クレジットのスコアを引き下げ、その分、先進国ソブリン債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ともに、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思います。

資産クラスの選好順位(2021年7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

リフレを伴う成長というテーマの原動力は需要の景気循環的拡大だが、これにおいて極めて重要なのは引き続き米国の消費者だ。これまで実施された景気刺激策の規模の大きさや、新型コロナウイルスがもたらすのは構造的な逆風ではなく一時的な中断との感覚から、リフレを伴う成長は確信度の強いシナリオであった。このシナリオは概ね予想された通りの展開となってきたが、米国の消費者は景気刺激策によって解放された繰延需要の後退とデルタ変異株への新たな懸念から財布の紐を締め始めており、リフレ見通しへの確信度は低下している。

重要な点として、消費者はサプライチェーンのボトルネックと需要の拡大を受けた物価上昇に反応を見せた。ミシガン大学の消費者信頼感指数によると、物価の上昇によって将来に住宅や車を購入する予定が減少している。消費者が数カ月前よりも価格が大幅に上昇した商品を購入しなくなるのは当然だが、同指数はまた、消費者が将来の

収入見込みを見通しにくくなり、おそらくは不透明感が強いなかでお金を使うよりも貯蓄超過をそのまま維持する方を望んでいることも示している。

小規模企業の状況も概ね変わらない。記録的低金利や潤沢な流動性、大規模な財政出動パッケージから考えて、設備投資ブームの起こる見込みが強いと想像されたはずだが、需要と同様に設備投資も慎重さを保っており、銀行は預金が増えている一方で融資需要が低調にとどまっている。小規模企業の設備投資計画は上向きからは程遠い。

デルタ変異株の急速な感染拡大が不透明感の一因となっているのは間違いない。ワクチンによって入院や死亡の可能性が低下するのは安心材料だが、危機を確実に脱しつつあると言うのはより難しくなっている。ワクチン接種が進んでいる国のなかにすらあらためて規制の実施されている国があることは、新型コロナウイルス危機がまもなく終わるとの希望を後退させており、今後の需要や設備投資のパターンは依然不透明なままだ。

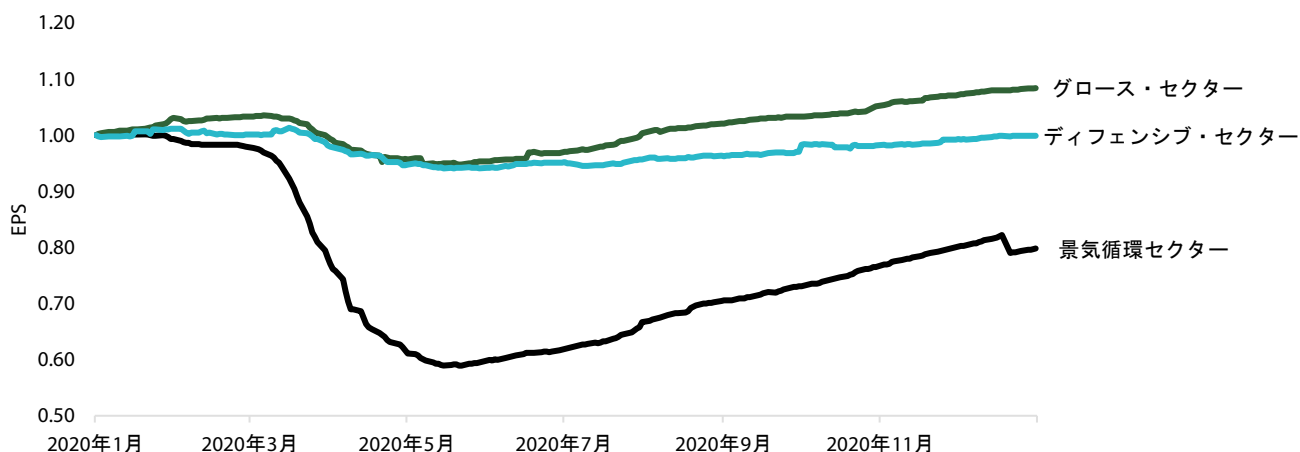
これで景気回復が完全に失速するというわけではないが、その勢いは減速するとみられることから、景気回復を織り込み切っているかもしれない分野のあるグロース資産は価格調整せざるを得ないだろう。リフレを伴う成長を追い風とするバリュー株のポジションは魅力度がやや低下しており、当面はテクノロジーなどのグロース株がバリュー株をアウトパフォームする状況が続く可能性がある。しかし、より長期的には、米 FRB(連邦準備制度理事会)が極端な緩和政策サイクルの終了に近づくなか、グロース株は金利の上昇から悪影響を受けやすいとも言える。

米国の株式と収益成長を再考

米国株式市場はそのセクター構成から、他の先進国株式に比べてグロース・バイアスが強い。当社ではよくグロース・セグメントを長期的成長として説明しているが、これはそういったセグメントが景気サイクルから受ける影響が「テクノロジーの破壊」のような構造的要因から受ける影響に比べて小さいことを意味する。例えば、過去 10 年にはデジタル化が日常生活(オンライン・ソーシャルライゼーション、電子決済、e コマースなど)や職場(テレワーク、クラウド・コンピューティング、産業オートメーションなど)で拡大した。グロース・セクターの企業はバリュー株企業に比べ、予想される売上げや利益が高い傾向にある。

当社では通常、循環的成長テーマと長期的成長テーマを対比させて説明しているが、3 つ目のカテゴリーとしてディフェンシブ・セクターもある。当該セクターは長期的な成長性は伴わないが、生活必需品や公益事業、不動産に見られるように、やはり景気サイクルへの感応度が相対的に低い。このような特性は、チャート 1 が示す通り EPS(1 株当たり利益) 予想によく表れている。2020 年前半には、新型コロナウイルスのパンデミックの最中にあらゆるセクターで利益予想が下方修正された。しかし、ディフェンシブ・セクターは景気循環セクターに比べてかなり強い下方抵抗力を示し、グロース・セクターについては、景気刺激策、そして一定の物品とテレワークに集中した需要の変化を少なくとも一因として、利益成長が加速すらした。もちろん、年の後半には、景気刺激策が十分な規模で実施されるとともに規制措置の成功に続いてワクチンの見込みも有望となるなか、景気循環セクターの EPS 予想がかなり大幅に上方修正された。

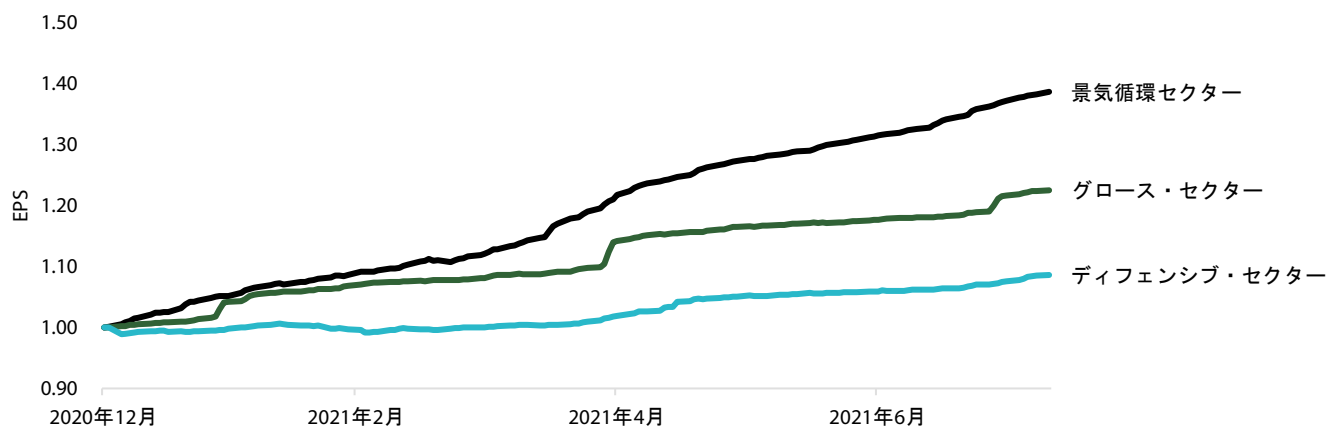
チャート 1: 米国株式の EPS 予想(2020 年)



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
2020年1月1日=100として指数化
期間: 2020年1月1日~2020年12月31日

2021 年になると、景気循環セクターの EPS 予想が最も大幅に上方修正される一方、グロース・セクターもやはり景気刺激策や繰延需要の解放を一因として健闘した。ディフェンシブ・セクターは、一般的に予想される通り上方修正幅が最も振るわなかった。

チャート 2: 米国株式の EPS 予想 (2021 年)



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
2020 年 12 月 31 日 = 100 として指数化
期間: 2020 年 12 月 31 日 ~ 2021 年 8 月 9 日

長期にわたって最終的に株価を左右するのは企業の利益だが、投資家が将来の利益に対して払っても構わないと考える PER (株価収益率) という観点からは、金利の方向性も短期的に非常に重要な材料となる。第 1 四半期には金利がかなり大幅に上昇し、グロース・セクターの PER が押し下げられる一方、PER が相当低めで収益見込みの好調な景気循環セクターは大きくアウトパフォーマンスした。第 2 四半期になって金利が安定した後に低下すると、グロース・セクターがバリュー色の強い景気循環セクターに対して再び選好された。

今後については、循環的な経済成長率が当社の予想通り鈍化して中央銀行による金融引き締めへの予想から金利が上昇し始める場合を考慮し、株式全般に対してより慎重な姿勢をとるとともに、ディフェンシブ・セクターがグロース・セクターや景気循環セクターよりも下方抵抗性を示す可能性があると考えられる。

グロース資産に対する確信度の強い見解

- 先進国株式のスコアを中立水準へと引き下げ: 経済成長指標は、景気刺激策による需要押し上げ効果の後退とデルタ変異株に伴う逆風の両方を要因として、ピークを打った可能性が高い。当社では景気回復の継続について依然ポジティブな見方をしているが、これまでの大幅な相場上昇と今後の経済指標下振れの可能性を考えると、中立ポジションがより適切と考える。
- グロース株とバリュー株に対しては同一のスコア: 経済成長見込みが鈍化している状況下で、金利が低下しグロース株が再びアウトパフォーマンスしている。当社では、いくつかの逆風要因から、景気刺激策がリフレ・トレードを支えるのに必要な突破的経済モメンタムを達成できないかもしれないとみている。したがって、成長の鈍化が追い風となるテクノロジー・セクターの比重が大きい米国株式のスコアを引き上げる一方、リフレ・トレード色の強い欧州および日本株式のスコアを引き下げた。また、ディフェンシブ色のより強いオーストラリアおよびシンガポール株式のスコアを引き上げた。
- 中国株式のスコアを引き上げ: 中国での規制強化はフィンテックや e コマース関連の銘柄にとって懸念材料だが、市場全体としては他国市場に対するバリュエーション格差が並外れて大きいことや、当局が公開市場を潰すのではなく制御したいと考えていることから、中国株式のスコアを引き上げた。一方で、EMEA (欧州・中東・アフリカ) 地域の新興国株式については、世界の経済成長が下振れした場合により悪影響を受けやすいことからスコアを若干引き下げた。

ディフェンシブ資産

ディフェンシブ資産については、依然慎重な見方ながらもスコアを若干引き上げた。世界各国の中央銀行の政策は当面、非常に緩和的な状態に維持され景気回復を下支えし続ける。そのような緩和的政策の撤収を中銀高官が年内に計画し始める時が近づいているものの、量的緩和による巨額の資産購入が引き続き世界の債券市場をサポートしている。最近のインフレ指標では消費者物価への上方圧力が明らかだが、これが持続的に影響を及ぼすのか概ね一時的なもので終わるのかはまだわからない。総合的に考えて、当社ではグローバル債券に対しポジティブな見方を当面維持するが、FRBの政策転換を警戒する姿勢に変わりはない。

先月のクレジット市場は、信用スプレッドが世界的にほぼ横這いとなったものの、基準となる国債利回りがまたしても低下したことから良好なリターンをもたらした。クレジット・リスクの対価であるスプレッドは歴史的に見て非常にタイトな水準にあり、パンデミックの制御が失望的な状況となったり経済の先行きが下振れする結果となったりした場合のバッファをほとんど提供していない。これを受けて、当社では投資適格クレジットに対する選好度を引き下げ、一方でソブリン債のスコアを再び引き上げた。

世界の実質利回りは先月、名目国債利回りに従って低下し、ブレイクイーブン・インフレ率(期待インフレ率)は狭いレンジでの推移にとどまった。米国債 10 年物の実質利回りのマイナス幅は過去最大の水準にあるが、今後予想される中央銀行の緩和後退への政策転換局面で現在のような大幅なマイナス水準にとどまるとは考えにくい。いずれ実質利回りのマイナス幅が縮小するに従って、インフレ連動債と金はともにリターンが下方圧力に晒されるとみられる。したがって、ディフェンシブ資産のなかではインフレヘッジ資産のスコアを引き下げ、見方をやや弱気へと変更した。

米国の債務上限という茶番

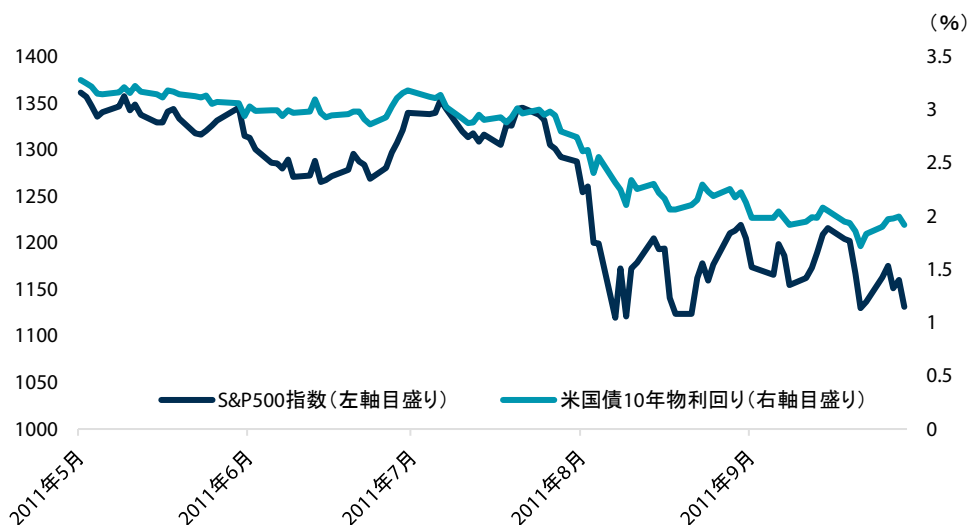
米国では数年ごとに、連邦政府が借り入れられる総額に法律で制限を設ける新たな債務上限について合意する立法プロセスが行われる。債務上限への対応が直近に行われたのは 2019 年 8 月で、適用が 2 年間停止された。この停止期間は 2021 年 7 月 31 日に終わったが、債務上限の引き上げや適用停止といった新たな調整が事前に合意されていなかったため、債務上限は 8 月 1 日付けで復活し、停止期間中に実施されたすべての借り入れが上限を超過している状況となった。債務上限への新たな対応が行われていない結果として、米財務省は歳出に充てるための国債の新規発行をもはや行うことができない。こう書くと非常に深刻な状況のように聞こえるかもしれないが、米国の財政に長期的な打撃をもたらす可能性があるのはまだ数カ月先の話だ。

というのも、米財務省は「特例措置」を利用すれば、何事もなかったように債務の借換えと支出を継続することができるからだ。しかし、この一時的状態をいつまでも続けられるわけではなく、いずれは連邦議会が債務上限の引き上げか適用停止を決定する必要がある。それができなければ、政府は職員やサービス提供者などへの支払い義務を履行できなくなり、最終的には満期を迎える債務を返済できなくなる。

債務上限というドラマの今回のテーマは、米国政府が金銭的支払い義務をもはや果たせなくなる日を表すいわゆる「Xデー」で、今年の 10 月か 11 月くらいに起こると予測されている。現在からその日までのあいだには多くの過程を経ることになるが、非常に党派色の強い米国政治の特性を考えると、お決まりの議会パターンが繰り返され市場にとって悪影響を及ぼす政治劇が展開される可能性がある。

なお、注目された 2011 年と 2013 年の債務上限論争も同様の状況であったことから、これらの各ケースにおける市場の反応を調査することができる。チャート 3 は 2011 年の危機における米国株式と米国債の反応を示したものだ。このケースでは「Xデー」が 8 月 2 日と予測され、その僅か 2 日前の 7 月 31 日に債務上限の引き上げが合意された。デフォルト(債務不履行)は回避されたものの、その数日後には格付機関スタンダード&プアーズが一連の動きを受けて米国のソブリン債格付けを引き下げ、同国は長らく維持していた AAA 格を失った。株式市場の反応は厳しく、7 月に付けた当時の高値から 17% 下落した。米国債は株式とのマイナスの相関関係という役割を忠実に果たして利回りが低下したが、不透明感の要因が米国債自体の信用力に直接関連するものであったことを考えると、米国債市場の上昇は意外であったと言えるだろう。

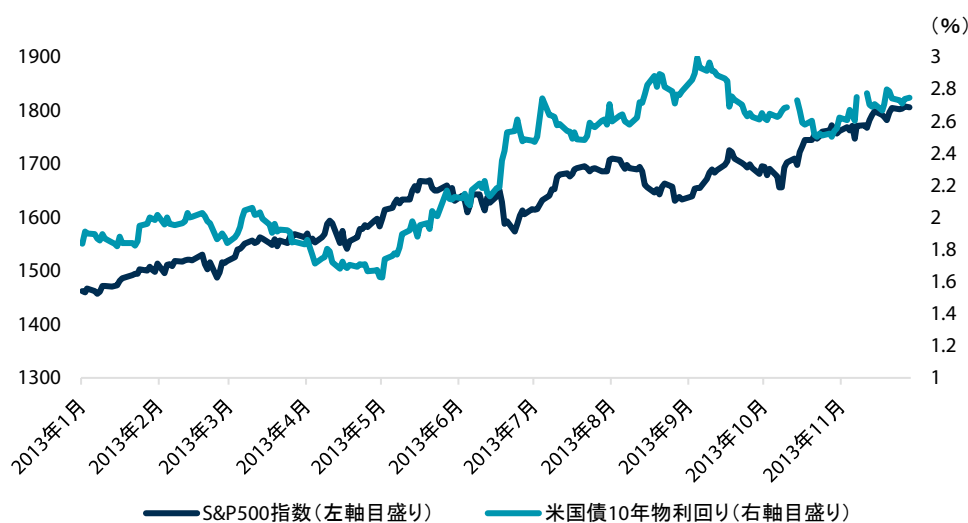
チャート 3: 米国株式および米国債の動向(2011年)



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: 2011年5月2日~2011年9月30日

2013年は債務上限に関する対立がより長く続き、紆余曲折をいくつかより多く経ることとなった。チャート4は2013年の危機における米国株式と米国債の反応を示している。この時の債務上限「リターンマッチ」は、政府債務が2011年の交渉の末に設定された上限に達した2013年1月に始まった。当初の対応は2月に債務上限の適用を3ヵ月停止するというもので、5月には債務上限が再度適用されたが、より長期的な解決策は依然合意されなかった。その後、まさに現在の米国が置かれていると同様の局面が始まり、上限が適用されているなかで政府は特例措置を使って運営を継続した。2013年の時の「Xデー」はやはり10月と予測され、またしてもぎりぎりの10月中旬になってようやく債務上限の適用が停止された。この時には後に格付機関による格付け変更はなかったが、政府は資金を節約してテクニカルデフォルト(返済原資はあるが元利金払いが滞る状態)を回避すべく、10月初旬に政府機関の一部閉鎖を実施した。2011年のケースとは異なり、株式は当該期間の大半を通じて(ボラティリティが高まったものの)好調なパフォーマンスを維持し、米国債市場は下落した。

チャート 4: 米国株式および米国債の動向(2013年)



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2日~2013年11月29日

2011年と2013年の債務上限危機は2党が2021年にとるとみられる政治戦略を把握するのに役立つかもしれないが、市場の反応はまちまちであり決定的ではなかった。しかし、それぞれの「Xデー」へと向かう数週間に政治的

駆け引きが最高潮に達するなかで、株式市場がネガティブな反応を見せたのは明らかなようだ。それらの株価低迷局面において米国債はリスクを低減させる役割を果たしたが、交渉が続いていた2013年5月から10月にかけては利回りが大幅に上昇もした。長引く政治ドラマが当時展開し現在も起きていることを考えると、今年状況は2013年の危機との類似点やや多いように思われる。しかし、上述の通り決定的ではなく、連邦議会の構成も異なっており、現在は民主党が下院で過半数、上院で(議長である副大統領を含めた)最小限過半数を占めている。当社では、本件は当面市場の大きな材料とはならず、10月に近づいて初めて材料視されるものとみている。

ディフェンシブ資産に対する確信度の強い見解

- ソブリン債のなかでは依然として中国債券を嗜好: 中国国債は伝統的な先進国ソブリン債に比べて利回りが高くボラティリティが低い。また、最近実施された預金準備率の引下げは金融政策の緩和に向けた第一歩である可能性がある。
- ドル圏債券のデュレーションを短期化: FRBは、多数の高官が年内のテーパリング(量的緩和の漸進的縮小)への支持を公けに表明し始めるなど、債券購入の縮小を開始する計画について外堀を埋めつつある。

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。