

Balancing Act

マンスリー・インサイト: グローバル・マルチアセット (2024年2月)

グロース資産のスコアを引き上げ、ディフェンシブ資産のスコアは中立に据え置き

本稿は 2024 年 2 月 29 日発行の英語レポート「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。

マルチアセット・チーム
2024年3月5日

投資環境

歴史上最も積極的な金融引き締めサイクルの1つとなった今サイクルの先行きシナリオとして、一見不可能なように思われたソフトランディング(リセッションを回避した緩やかな景気減速)は、可能であるばかりか実現の可能性が高まっている。米国の経済指標は、まずまず好調な労働市場や金融環境の緩和、そして足元では世界的な製造業サイクルの好転を追い風に、(またしても)好調さを増している。世界の需要は総じて堅調であり、上向き可能性のある経路も増えつつある。

当社では、米国のテクノロジー株や構造改革が進む日本の株式など、長期的な成長機会を概して選好する一方、好調なキャッシュフローとインフレ長期化に対するヘッジ機能をともに提供するコモディティ関連株にバランス効果を求めてきた。新しい景気循環的機会は常に探しているが、今のところは依然この組み合わせが気に入っている。利下げは市場が期待しているほど積極的なペースでは行われないとみているが、とはいえ利下げに向かっていることはグロース資産にとってはプラス材料である。

いつものことながら、リスクは残っている。地政学的リスクの領域では現在中東がヒートアップしており、また米国の地方銀行が強いシステム・ストレスの潜在的火種となり続けているとともに、実体経済の一部は過去数十年で最も高い水準にある金利の重圧に依然喘いでいる。長期的グロース株とコモディティ関連株でバランスをとった株式ポジションを、高利回り資産、抑え目のデュレーション・エクスポージャーおよび金と組み合わせられた当社のポートフォリオは、上述のようなイベント・リスクを含め、様々な市場シナリオに全体として引き続き耐え得る魅力的なリスク・リターン特性を提供すると考える。

クロス・アセット*

当月は、グロース資産のスコアをプラスに引き上げる一方、ディフェンシブ資産のスコアを中立に据え置いた。米国からは一貫して経済の堅調さを示す情報が出てきているにもかかわらず、過去2ヵ月で各国中央銀行の発言がよりハト派的なトーンへとシフトしたことを受けて、市場は(またしても)利下げの織り込みに先走りすぎた。

米国経済は引き続き好調な兆候をみせており、2023年のGDP成長率は3.1%となった。これに加えて、インフレが世界的に減速しており、利下げの可能性がリスク資産市場の追い風になるとみられることから、2024年の投資環境は比較的良好と言える。したがって、2024年序盤のグロース資産は、金利スタンスが引き締め気味であるにもかかわらず、好調な足取りとなる可能性がある。経済指標は景気の強さを示しているものの、債券市場は金融緩和がまもなく始まるとの確信を維持しており、米FRB(連邦準備制度理事会)が2024年に5回から6回の利下げを実施すると予想している。当社では、金利が引き締め領域にあるとみられることには同意するが、インフレがすでに沈静化しているか、積極的な金融緩和が必要になるかについてはそれほど確信がない。

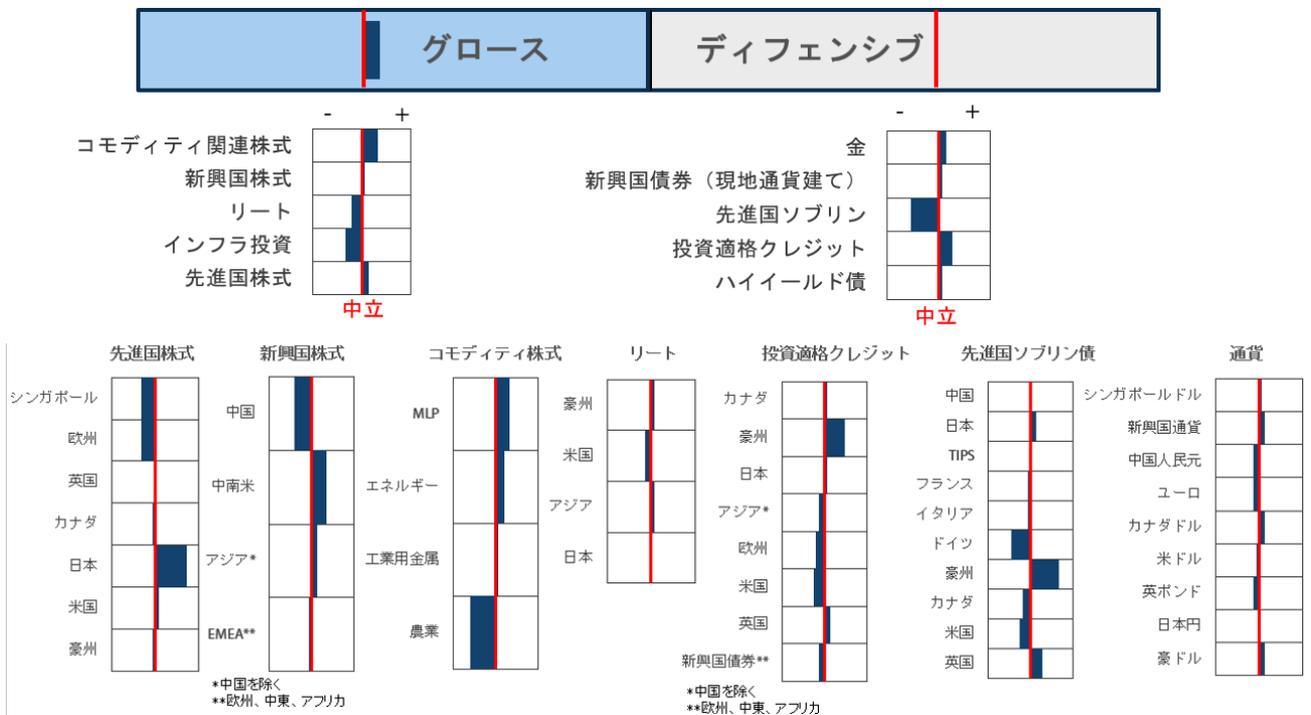
株式市場は全般的に底堅く推移しており、一部の市場では最高値を更新しているが、一方で市場センチメントは比較的低調だ。これは一般的に、相場がさらなる上昇を遂げるのに好環境である。当社では、長期的な成長テーマと

一部の景気循環的成長テーマの組み合わせに、コモディティ関連株を加えた株式ポジションを依然選好している。コモディティ関連株は、魅力的なバリュエーションと好調なキャッシュフローをサポート材料としながら、インフレの減速ペースが鈍った場合に「高金利の長期化」政策環境からポートフォリオを保護する役割も果たす。

ディフェンシブ資産については、全体のスコアを中立に据え置きながら、投資適格クレジットや現地通貨建て新興国債券といったインカム創出資産のスコアをプラスとしている。市場が利下げを過度に前のめりに織り込んでいる可能性があるため、デュレーション・エクスポージャーを短めに保ち、満期の短いクレジット物を選好している。十分に高い利回りと追い風の景気状況が相まって、短期クレジット物が 2024 年に良好なリターンをもたらすとの見通しを支えている。金利が再び上昇すれば、ポートフォリオの金利エクスポージャーを高める好機になるとみられるが、債券のイールドカーブが世界的に大幅な長短逆転状態となっていることから、全体としては待ちの姿勢を維持したいと考える。

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適っていると同時に、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考えます。

資産クラスの選好順位(2024 年 1 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

グロース資産

日本株や米国のテクノロジー株(NASDAQ)など、当社が選好している株式市場は好調な年明けを迎えたため、当社のポートフォリオではこれをリバランスの機会として、他セクターがアウトパフォームしたことにより投資比率が相対的に下がっていたエネルギー・セクターなどのポジションを積み増した。当社では、今後年内いっぱいについてもポジティブな見方を維持しており、クレジット物への配分で適度な利回りを確保しながらグローバル株式への配分で上昇の可能性を狙うポートフォリオ構成に満足している。

本レポートではしばしば企業収益やバリュエーションについて論じているが、当月は、当社が選好しているグロース資産のファンダメンタルズを理解するためのもう1つの重要な視点として、キャッシュとキャッシュフローについて深掘りしてみたい。これはまた、異なるテーマや関連性のないテーマに共通する特徴を導き出すことにもつながる。キャッシュとキャッシュフローは、当社のあらゆる投資テーマにおいて成長の持続可能性を評価するのに役立つ極めて重要な指標である。

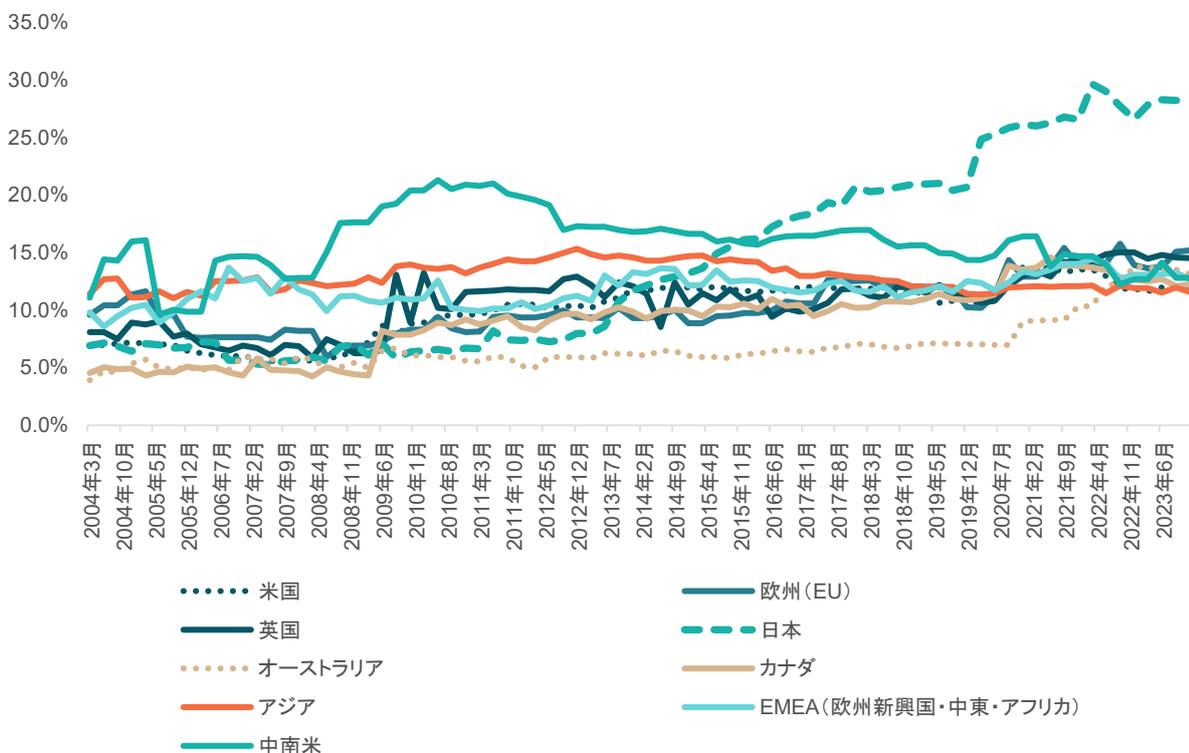
キャッシュとキャッシュフロー

企業収益と、その方向性やバリュエーションに影響を与える様々な指標については、議論する機会が多い。重要なファンダメンタルズは様々あるが、そのなかでも最も重要なのは、利用可能なキャッシュとフリー・キャッシュフローである。このキャッシュとフリー・キャッシュフローが、事業の強さ、そして配当や将来の成長のための生産的設備投資、自社株買いといった形で健全な資本利益率を実現する能力を支える基盤となるからだ。

日本株は構造改革の真っ直中にあるが、その1つが市場の標準を大きく下回っているPBR(株価純資産倍率)の改善である。東京証券取引所(東証)は、上場維持の要件としてPBRを1倍以上に保つことを義務付けており、企業は徐々に前進を見せている。これは、表面的には低いハードルのように思われる。1倍未満のPBRとは、その企業の価値がバランスシート上の資産よりも低い、つまり当該企業のキャッシュフロー創出能力には実質的に全く価値がないとみなされていることを意味するからだ。

一方、日本企業はキャッシュを生み出しており、他国企業に比べて異例に多額のキャッシュ残高を積み上げてきた(チャート1参照)。日本がデフレから脱却したとみられること、キャッシュ残高に対する利息が依然マイナスであること、インフレが継続的に購買力を低下させていることを考慮して、日本企業は、(東証の要件に沿ってPBRを引き上げる単刀直入な方法である)自社株買いを大幅に拡大するなど、当該資金を活用し始めている。当社では、改革が今後数ヵ月から数年にわたって、改革自体からだけではなくインフレを継続的に上回ることができる価値を創造するという明快な必要性から、日本株に大きなプラスの影響を与えると期待している。

チャート1: 国・地域別で見た企業のキャッシュ残高の伸び(バランスシートに占める割合)



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31日~2023年12月31日

日本企業が高水準のキャッシュを有効活用しようとしている一方で、米国のテクノロジー企業は驚異的な額のフリー・キャッシュフローを生み出している。過去5年を振り返ってみると、これらの企業が新型コロナウイルスの感染拡大を受けて経済に注入された莫大な景気刺激策の恩恵を受けていることは間違いない。フリー・キャッシュフローは

2022年、景気刺激策の後退に伴い減少し始めたが、2023年半ばからは伸びが着実に加速し、2022年序盤に付けたピークから20%近く増加している(チャート2参照)。

以前から述べてきたように、テクノロジーとAI(人工知能)への投資は異例に高く、最大手規模のテクノロジー企業は新たな機会の収益ポテンシャルを最大化しようと、実質的な「軍拡競争」を繰り広げている。好調なキャッシュフローが大規模な投資と相まって、セクターおよびエコシステム全体に波及的に恩恵をもたらしている。バリュエーションは過去との比較では割高に見えるが、フリー・キャッシュフローの加速や投資の規模、収益の伸びは過去にほとんど見られなかったことのない水準にある。当社では、この力強い長期的な成長テーマを依然有望視している。

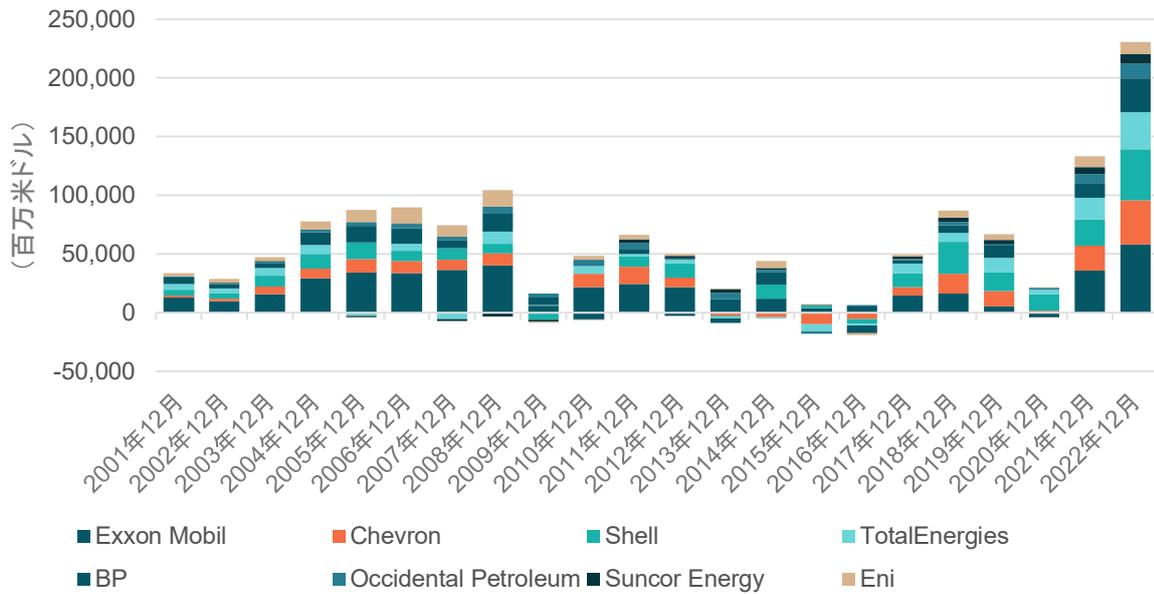
チャート2:NASDAQ 100 指数と構成企業のフリー・キャッシュフロー(向こう12ヵ月の予想ベース)の推移



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2月18日~2024年2月14日

エネルギーはテクノロジーとは大きく異なるセクターだが、新規生産能力への投資が少ないこともあり、フリー・キャッシュフローが大幅に増加している。ここ数年は比較的人気のないセクターとなっているエネルギーだが、セクター内の銘柄は非常に割安で高水準の自社株買いが行われており、エネルギー価格も安定している。実際、最近の経済指標や製造業サイクル好転(通常、エネルギーなどコモディティ需要への追い風となる)の兆候から景気は加速しつつあるように見受けられることから、当社ではエネルギー価格に上昇の余地があるとみている。

チャート3:石油メジャーのフリー・キャッシュフロー



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:2001年12月31日~2023年12月29日

今日の環境では、持続可能な分散投資を見出すのは依然難しい。債券と株式の相関性はプラス幅が低下しつつあるように見受けられるが、独立した力強いファンダメンタルズに裏打ちされた異なる株式投資戦略を組み合わせることで、健全な度合いの分散投資の具現化は依然可能である。むしろ、エネルギー株は、再びインフレが加速し金利が上昇する状況となった場合、それに対する最大の分散投資としての役割を果たし得る。

グロース資産に対する確信度の強い見解

- **日本株を最も選好:**改革はまだ初期の段階だが、その効果は出始めており、2024年後半には企業の収益性や利益により確かな効果が出てくると予想している。日本は脱中国の動きのなかで外国直接投資を惹きつけており、全体として新規投資が時とともにもますますプラス効果をもたらすとみている。
- **米国の長期的グロース株:**市場の動きは急速で、買われ過ぎとにならないためには一服する必要があるだろう。しかし、決算発表シーズンはこれまでのところ市場の期待に応える内容となっており、なかには重要な上振れも見られている。
- **コモディティ関連株:**当該株式分野はあまり動きが見られず、概ね横這いの推移が続いているが、当社ではこれをバリュエーションが割安という意味で好材料視している。また、景気モメンタムが回復すれば株価が上昇する可能性が高く、ポートフォリオの他の部分に対してリスク分散の役割を果たすだろう。

ディフェンシブ資産

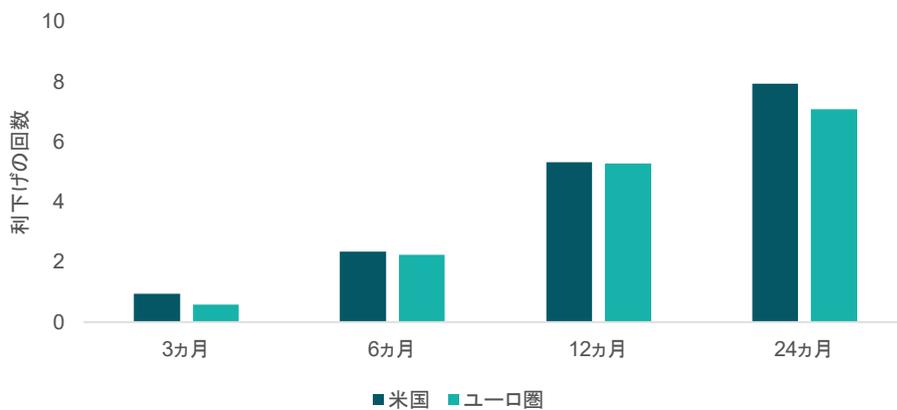
ディフェンシブ資産については、見方の変更を小幅にとどめてスコアを中立に維持した。1月は債券が売り込まれ、利回りが年初の水準より若干高い水準で月を終えた。イールドカーブが大きく長短逆転しており、キャリアの観点からソブリン債を保有することが相対的に割高となっているため、ソブリン債のスコアは比較的大きめのマイナスとしている。結果的に、オーストラリアや日本など、イールドカーブが長短逆転しておらず為替ヘッジ・ベースでの利回りがより魅力的な市場を、引き続き選好している。当社では、次の金利の動きは利下げとなる可能性が高いと考えているものの、必要となる利下げ回数については市場ほど強気ではない。米国は経済成長率とインフレがともに3%を上回っており、FRBは利下げを行うにはインフレが実際に鈍化していることを示す兆候がもっと必要だと指摘し続けている。ポジティブな点として、現地通貨建て新興国債券のスコアを引き続きプラスとしており、メキシコ、インド、インドネシアを選好している。これらの国々はいずれも力強い経済成長が見込まれ、債券利回りも7%超と相対的魅力度が高い。

クレジット市場については、投資適格クレジットのスコアをプラスを維持するとともに、ハイイールド債のスコアを小幅なプラスに引き上げた。投資適格クレジットでは、オーストラリア、英国、日本、カナダなどの市場で満期が短めの銘柄を組み入れることにより、十分な利回りを確保できる。ソブリン債が割高な環境下、利回りの確保にあたっては満期の短いインカム物を選好している。イールドカーブがスティープ化した場合はデュレーション・ポジションの伸長を検討したいが、そのような展開は中央銀行が利下げを始めるまで考えにくい。

ECB 対 FRB – 先に動くべきはどちらか

市場が世界中での金融緩和を予想し始めるなか、各中央銀行間の今後の利下げ軌道については僅かな差異しか織り込まれていない。この傾向は多くの国にわたって見られ、米国、英国、カナダ、ユーロ圏では今後 2 年で 1.50% 超の利下げが織り込まれている。インフレが世界的に減速しているのは確かだが、どの国でも同様の利下げシナリオが織り込まれているのは、起きている経済状況と合致しない。その最も顕著な例が米国とユーロ圏を比較した場合で、下のチャート 4 が示す通り、今後 3~24 カ月に織り込まれている利下げ回数は極めて類似している。

チャート 4:市場に織り込まれているキャッシュ・レートのシナリオ



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
2024 年 2 月現在

しかし、ユーロ圏では、市場の予想している金利シナリオが米国と類似しているのとは裏腹に、経済状況がはるかに不安定な展開を見せている。現在、ユーロ圏のインフレは 2.8%まで減速しており、過去 6 カ月の物価上昇率はわずか 0.1%に過ぎない。さらに、同地域の景気は良く言っても低調で、2023 年末時点の GDP 成長率は前年比でわずか 0.1%へと鈍化しており、この地域最大の経済大国であるドイツは 2023 年を通じてマイナス成長となった。このような経済状況は、2023 年の経済成長率とインフレがともに 3%を上回った米国に比べて見劣りする。表 1 は先進国の経済状況の概観を示したものだが、ユーロ圏は失業率が最も高く、インフレも日本を除けば最も低いことがわかる。

表 1:先進国の経済データ

	キャッシュ・レート (政策金利)	インフレ率	失業率	GDP 成長率	製造業 PMI	サービス業 PMI
米国	5.50%	3.4%	3.7%	3.1%	50.7	52.5
英国	5.25%	4.0%	3.8%	0.3%	47.0	54.3
カナダ	5.00%	3.4%	5.7%	0.5%	48.3	45.8
オーストラリア	4.35%	4.1%	3.9%	2.1%	50.1	49.1
日本	-0.10%	2.6%	2.3%	1.5%	48.0	53.1
ユーロ圏	4.00%	2.8%	6.4%	0.1%	46.6	48.4

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

政策金利は 2024 年 1 月末現在。米国、英国、カナダ、日本のインフレ率は 2023 年 12 月分の CPI(消費者物価指数)上昇率、オーストラリアのインフレ率は 10-12 月分の CPI 上昇率、ユーロ圏のインフレ率は 2024 年 1 月分の CPI 上昇率。米国、カナダの失業率は 2024 年 1 月分、英国、オーストラリア、日本、ユーロ圏の失業率は 2023 年 12 月分。GDP 成長率は 2023 年 12 月末現在。PMI(購買担当者景気指数)は 2024 年 1 月分。

上記の情報に照らすと、ECB(欧州中央銀行)が潜在成長率を上回る好景気にある米国よりも積極的な緩和アクションをとらないだろうという現在の市場の予想は、少々不可解である。FRB が早ければ 3 月にも利下げが実施され得るとの市場の見方を牽制している一方、より最近では、イタリア中銀総裁が利下げの時期について「急速に近づいている」と述べるなど、ECB 高官がハト派的な発言を行い始めている。経済の状況から考えて、当社では現在のところ、利下げに踏み切る可能性が最も高い中央銀行は ECB だと予想しており、したがって、欧州の金利は米国の金利を十分に下回る水準にとどまり続けるものとみている。

ディフェンシブ資産に対する確信度の強い見解

- **満期の短い投資適格クレジット:** 信用スプレッドは依然適正水準にあるが、多くの国でイールドカーブが長短逆転しているため、満期が長めのクレジット物は投資魅力度が相対的に低くなっており、満期が短めのクレジット物を選好している。
- **金はヘッジとして依然魅力的:** 金は実質金利の上昇やドル高にもかかわらず底堅さを示しており、地政学的リスクおよびインフレ圧力長期化に対するヘッジとしての有効性を証明している。
- **新興国債券の利回りは魅力的:** 現地通貨建て新興国債券の実質利回りは総じて非常に魅力的であり、またドル全面安の予想からクオリティの高い新興国通貨を選好している。

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	資産との実績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 CAPE(景気循環調整済み株価収益率)、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もありません。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。