

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 11 月)

グロース資産のスコアはやや引き上げてプラス幅を拡大、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 11 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 11 月 29 日

投資環境概観

当月は大半の資産クラスにとってマイナス・リターンの月となり、債券と株式はともに下落した。グローバル株式市場は MSCI World インデックスで 2%強、米国株式は S&P500 指数で 0.99%の下落となったが、企業決算への反応は好悪混合で、例えば「マグニフィセント・セブン」(Apple、Microsoft、Alphabet、Amazon、Nvidia、Meta Platforms、Tesla)のなかでは、Alphabet と Amazon が上昇する一方、Microsoft は決算が上振れしながらもフォワード・ガイダンスがネガティブに受け止められたため下落した。決算関連のニュースに加え、米大統領選を控えてボラティリティが上昇し、共和党勝利の可能性が高まっては沈むなかで市場は上下に振れた。しかし、株式市場のリターンは、当月は低迷したものの年初来では極めて好調で、MSCI World インデックスで 15%超、S&P500 指数で 20%超となっている。

株式市場以外では、当月は債券市場も打撃を被り、米国債 10 年物の利回りが月末時点で 4.28%と前月末比 0.5%程度上昇するなど、市場リターンはブルームバーク・グローバル総合債券インデックスで 2.48%のマイナスとなった。前月に米 FRB(連邦準備制度理事会)が 0.50%の利下げを実施したにもかかわらず、市場では債券利回りが上昇し、24 ヶ月後に織り込まれているターミナル・レート(利上げ・利下げサイクルにおける最終到達点の金利水準)も調整した。米国の選挙で共和党の勝利する確率が高まったが、これは米国の債券市場にとってマイナス材料とみなされ、名目利回りとブレイクイーブン・インフレ率(期待インフレ率)がともに上昇した。選挙で共和党が勝った場合に実施される可能性の高い法人税減税や関税といった措置は、概してインフレを招きやすいとみられている。さらに、金融市場にとって比較的厳しい月となった当月の終わりには、ここ数ヶ月にわたって弱含んでいた米ドルが反発し始めた。

クロス・アセット*

当月は、グロース資産のスコアのプラス幅を引き上げる一方、ディフェンシブ資産のスコアを中立に据え置いた。グロース資産については、FRB の利下げサイクルが始まったこと、共和党による政権がまもなく始まることから、リスク資産に対する選好度が増した。米国の経済指標は引き続き景気の堅調さを示しており、非農業部門就業者数は天候の影響を受けて鈍化したものの、GDP は潜在成長率を上回る伸びを続けている。FRB が利下げを続けるなか、当社では、現在の追い風の経済見通しが維持され当面はゴルディロックス状態(過熱も低迷もしない適度な経済状態)が続くと予想している。加えて、米国企業の最近の決算は好調であり、業績が市場予想から上振れした企業数は平均をやや上回っている。ディフェンシブ資産については、債券のイールドカーブはかなりフラットであることから、長期のソブリン債を保有することが比較的難しくなっている。

グロース資産のなかでは、米国の選挙結果を受けて、先進国株式のスコアのプラス幅を引き上げる一方で新興国株式のスコアのプラス幅を引き下げた。共和党による「レッド・スウィープ」(大統領職と上下両院の多数派を共和党が占める状態)は、輸入関税およびインフレのリスクが高まることを意味し、延いてはドル高を示唆する。これは、当社

機関投資家向け資料

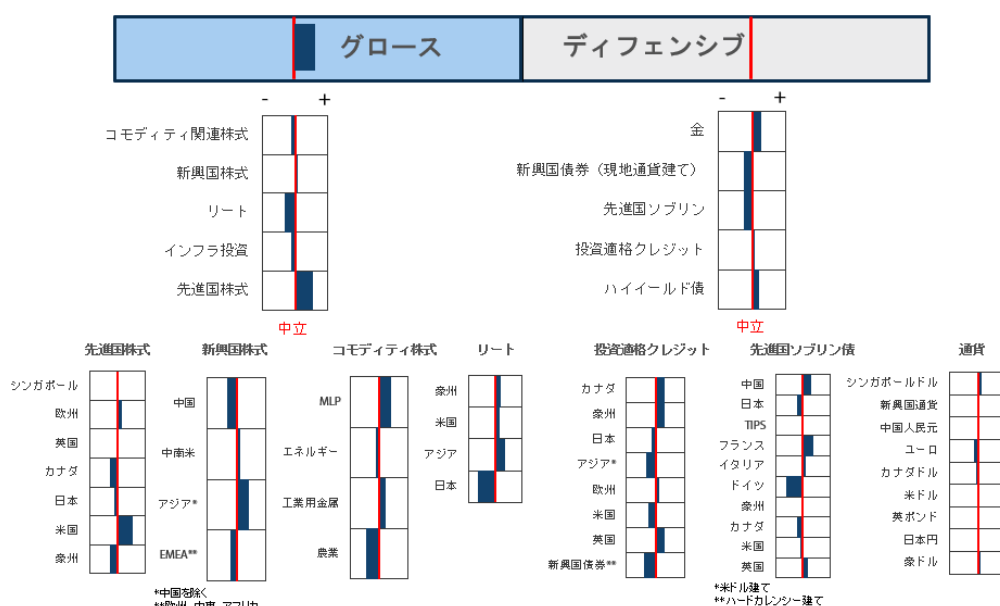
日興アセットマネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 368 号
加入協会/一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

が以前ドル安予想に伴い持っていた新興国株式へのポジティブな見方を覆すものだ。一方で、経済指標が底堅く金融政策が世界的にハト派寄りであることから、景気に対してはポジティブな見方を維持している。このようななか、リスク・エクスポージャーのバランスを見直し、先進国株式のスコアのプラス幅を引き上げて新興国株式のスコアのプラス幅を引き下げた。先進国株式のなかでは、欧州のスコアを小幅のプラスに維持する一方、長期的な成長テーマを牽引役として先行きが見通しやすい米国を引き続き最も選好している。日本については、円のボラティリティの高まりという当面の逆風を考慮してスコアをマイナスにとどめたが、コーポレート・ガバナンスの改善や収益成長の加速といった長期の構造的ストーリーは引き続き有望視しており、市場の調整局面を見計らってスコアの引き上げを検討する。エネルギー株は、過剰供給の拡大と需要の鈍化が進むなかで悲観的な見方が強まっていることから、スコアを引き下げてマイナス幅を拡大し、その分、ディフェンシブ性が相対的に強い MLP（パイプラインや貯蔵施設などのエネルギー事業を主な収益源とする共同投資事業形態）資産のスコアを引き上げた。上場インフラ資産では、データセンターの長期的成長に伴うエネルギー需要増加へのポジティブな見方を反映し、米国の公益事業株のスコアをプラスに維持している。新興国株式では、内需主導型経済や長期の構造的成長ストーリーの恩恵を享受するとみられるインドやインドネシアなど、特定の国の選好を継続している。また、足元の世界的なテクノロジー・アップサイクルが追い風となっている台湾も、スコアをプラスに維持している。

ディフェンシブ資産のなかでは、ハイイールド債のスコアのプラス幅を引き上げる一方、先進国・新興国ソブリン債のスコアを引き下げてマイナス幅を拡大した。当月のスコア変更は、トランプ次期政権が企業に有利な政策を実施すると予想されるなか、共和党の勝利を受けた経済環境見通しの好転を反映している。次期政権は企業に対して支援的なスタンスをとるとみられており、FRB が金融政策を緩和している局面で法人税減税が実施されれば、企業環境は改善すると予想される。当社ではこの機会を捉えて、ハイイールド債、なかでも米国よりも大幅な金利低下が予想されトータル・リターンへの追い風になるとみられる欧州ハイイールド債のスコアを引き上げた。クレジット物のスコアを引き上げた分、先進国ソブリン債についてはスコアを引き下げた。共和党の勝利はインフレにつながりやすいとみられており、FRB の緩和策を困難にする可能性があるからだ。このように米国の債券市場環境は厳しさを増しているが、欧州、カナダ、英国は相対的に有利とみている。後者の国々の大半では、インフレが 2%を下回っており経済成長率も低いことから、金融緩和が実施しやすいと考えられる。ソブリン債のなかでは、特にフランス国債を選好している。対ドイツ国債でのスプレッドが大きくイールドカーブがスティープであるため、キャリーの観点から見た投資魅力度が相対的に高い。

・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ります。

資産クラスの選好順位 (2024 年 10 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。

YOUR GOALS, OUR COMMITMENT.

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

当社の見方

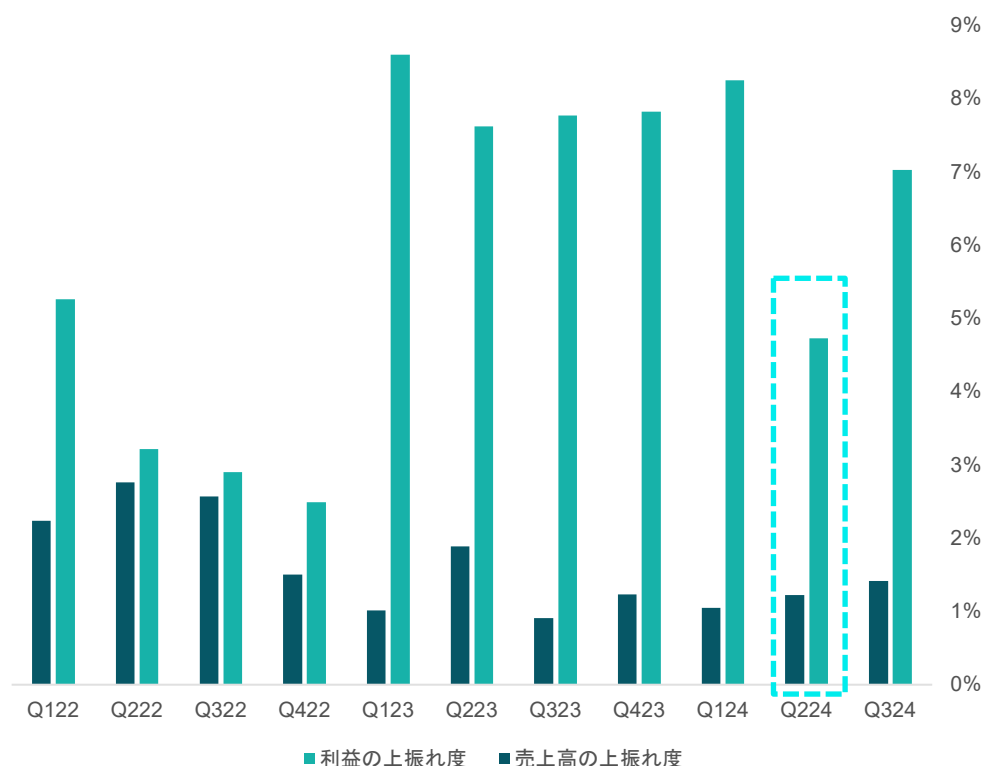
グロース資産

インフレが減速している一方で経済指標が底堅く推移していること、また世界各国の中央銀行が引き締め的な金融政策から脱却し金利を引き下げていることから、グロース資産は投資魅力度が高いと言える。米国の選挙が共和党の「レッド・スウィープ」に終わったことは、財政支出の拡大と輸入関税の引き上げにつながるとみられ、インフレ圧力を再燃させる可能性がある。これは高金利長期化の見通しとドル高を招き得るため、結果として当社も投資の視点を変えることになるかもしれない。しかし、トランプ政権による法人税減税実施への期待は、進行中の利下げサイクルとともに、投資リターンの強力な原動力となり続ける。当社では、足元の市場の調整は、長期的な成長ストーリーに基づく投資ポジションを拡大するにあたっての魅力的なエントリー・ポイントであると考えている。

第 3 四半期決算シーズンの採点

米国では S&P500 指数構成企業の 90%超が第 3 四半期決算を発表済みだが、業績内容は予想以上に底堅く、決算発表済み企業のうち利益が市場予想から上振れした企業の割合は 75%と、過去平均の 74%を上回っている。売上高については、決算発表済み企業のうち上振れした割合が 53%と、過去平均並みとなっている。利益の上振れ幅は 7%と第 2 四半期を上回っており(チャート 1 参照)、前回のピークであった 2023 年の水準に迫る勢いだ。同様に、売上高の上振れ幅も 1.4%と、2023 年第 2 四半期以来の高水準となっている。

チャート 1: S&P500 指数構成企業の第 3 四半期の利益・売上高は前四半期を凌ぐ上振れ



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: 2022 年 1 月 1 日 ~ 2024 年 9 月 30 日

利益をセクター別で見ると、上振れした企業の割合が多かったのは通信、テクノロジー、ヘルスケア、金融、生活必需品の順となった(表 1 参照)。Alphabet や Meta Platforms などのコミュニケーション・ソフトウェア企業は、クラウドやモバイル広告の好調な需要を受けて、売上高と利益がともに上振れした。同様に、Cadence や AMD などの半導体企業も、引き続き AI(人工知能)関連の旺盛な需要が反映された決算内容となった。一方、エネルギーや原材料などの景気敏感セクターは、需要低迷と供給過剰に起因するコモディティ価格の軟化を受けて苦戦が続いた。

表 1: 第 3 四半期決算で輝いたセクター

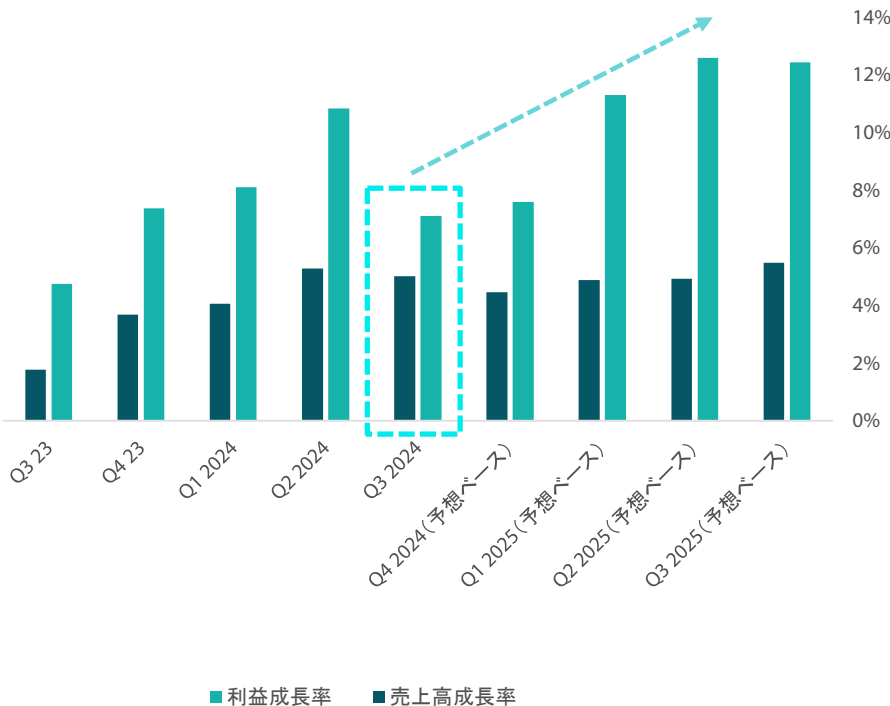
S&P500 指数構成企業の第 3 四半期決算における上振れ・ セクター (BICS 分類)	決算発表済み企業数	売上高が上振れ・下振れした企業				利益が上振れ・下振れした企業			
		上振れ	市場予想通り	下振れ	上振れした企業の割合	上振れ	市場予想通り	下振れ	上振れした企業の割合
通信	23 / 24	11	6	6	48%	21	1	1	91%
テクノロジー	47 / 65	38	5	4	81%	41	4	2	87%
ヘルスケア	59 / 62	45	8	6	76%	51	2	6	86%
金融	76 / 76	44	14	17	58%	64	2	9	84%
生活必需品	28 / 38	12	4	12	43%	22	2	4	79%
工業	67 / 71	21	19	27	31%	50	4	13	75%
公益事業	31 / 31	11	1	18	0%	21	2	8	68%
不動産	31 / 31	19	10	2	61%	19	6	6	61%
一般消費財	42 / 50	16	4	22	38%	24	3	14	57%
エネルギー	23 / 24	12	1	10	52%	13	2	8	57%
原材料	27 / 28	9	4	14	33%	14	1	12	52%

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

株価パフォーマンスの点では、第 3 四半期の決算発表が始まった今四半期初め以来のパフォーマンス(本稿執筆時点)で最も良好なセクターが金融、次いで情報技術となっている。両セクターとも、株価上昇の背景には、米大統領選でのトランプ候補の勝利を、投資家が当該セクターに対する監視・規制の緩和期待からプラス材料と捉えたことがある。金融セクターについては、高金利長期化シナリオとトランプ次期政権による追加の景気刺激策実施期待も株価上昇の要因となった。一方、米国で ACA(医療保険制度改革法、通称「オバマケア」)が大幅に改正され、2025 年の補助金打ち切りやメディケイド(低所得者向け医療保険制度)への資金配分削減につながるのではとの思惑から、ヘルスケア・セクターは売り込まれた。

注目すべき点として、企業の利益成長率の市場予想を見てみると、第 3 四半期は 2024 年における米国企業の利益成長の谷となっている。特にトランプ次期政権下において今後数四半期に法人税減税と利下げの実施が予想されることから、当社では今後企業の利益成長が加速するとみている(チャート 2 参照)。

チャート 2: S&P500 指数構成企業の利益・売上高成長は第 3 四半期で底打ちして加速すると予想される



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: 2023 年 9 月 30 日 ~ 2024 年 9 月 30 日

グロース資産に対する確信度の強い見解

- 長期的な成長機会を含有する米国株式のスコアを維持: 市場には対 AI・データセンター投資の期待リターンをめぐる懸念があるものの、当社では引き続き米国のテクノロジー株を選好している。企業収益は底堅さを保っており、同セクターの長期的な成長ストーリーは損なわれていない。米国では株価上昇の流れが「マグニフィセント・セブン」以外へも広がりつつあり、市場全体に好影響を及ぼしている。インフレが落ち着いて金融政策がハト派化するのに伴い、米国のリスク資産は良好なパフォーマンスを示すとみられる。また、共和党による「レッド・スウィープ」は、自国経済を支えるための大規模財政支出の継続と保護主義政策につながると予想されるため、株式市場にとってプラス材料と言える。
- 新興国株式のスコアを引き下げ: 共和党による「レッド・スウィープ」を受けて、新興国株式のスコアを引き下げた。米国が 2025 年にかけて利下げを続けるとの見方に変わりはないが、そのペースは鈍化するとみられ、結果としてドルが予想以上に強くなる可能性がある。ドル高になると、新興国の中央銀行は国内景気を刺激するための利下げを行える余裕が小さくなるため、歴史的に新興国市場にとってパフォーマンスの逆風となりやすい。新興国のなかでは、内需主導型経済や長期の構造的成長ストーリーが追い風となっているインドおよびインドネシア、世界的なテクノロジー・アップサイクルへのエクスポージャーが大きい台湾など、特定の国の選好を継続している。
- 日本株のスコアをマイナスに維持: 日本株は、円のボラティリティが高まっていることから、スコアをマイナスに維持している。日本企業が資本・配当面での株主還元を拡大するという同国の構造改革ストーリーについては依然有望視しているが、円のボラティリティの高まりや(世界各国の主要中央銀行のハト派姿勢とは対照的な)日銀のタカ派姿勢が市場センチメントへの逆風となっている。円がより高い水準で安定化すれば、日本株のスコアを引き上げる方針である。
- コモディティ関連株のスコアをマイナスに維持: 経済指標の鈍化とエネルギーの過剰供給から、コモディティ関連株はスコアをマイナスに維持している。同資産クラス内ではスコアの調整を行い、投資家心理が低調な素材株およびエネルギー株のスコアを引き下げ一方、配当利回りの高さがもたらすディフェンシブ性とポジティブな構造的ストーリーを伴っている MLP のスコアを引き上げた。長期的には当該資産クラスがインフレに対して優れた分散投資効果を提供し続けるとの考えに変わりはない。コモディティ関連セクターのファンダメンタルズは、景気循環的にも長期的にも依然有望である。

ディフェンシブ資産

当社では過去 12 ヶ月間、ソブリン債に対して比較的慎重な見方をしてきており、利下げサイクルが始まった現在も同様の見方を維持している。予想されていた米国経済の鈍化は実現せず、2025 年には共和党政権が再び始まることから、当面は米国の経済成長が潜在成長率を上回るとの見通しが続く予想する。したがって、クレジット物のスコアを引き上げるとともに、デュレーションを戦略的資産配分対比で中立化することにした。今月の本レポートでは、トランプ大統領(当時)が減税・関税第一弾を実施した 2017 年と 2018 年における主要債券価格の動向を検証する。

トランプ大統領の復活

共和党が下院も制し、これで議会と大統領府をすべて掌握したことから、法人税の減税案が提出されるものとみられる。減税にトランプ次期大統領お得意の関税が組み合わせられ、インフレ見通しは従来の予想以上に高まるだろう。市場ではこれは債券にとってのマイナス材料とみなされ、米大統領選に向けてトランプ候補の勝利する確率が高まるのに伴い、債券は売り込まれた。興味深い点として、トランプ大統領(当時)が法人税減税を提案・実施した 2017 年には、米国市場に織り込まれた 5 年のブレイクイーブン・インフレ率が上昇した(チャート 3 参照)。これと同様に、今回共和党が大統領選で勝利すると、ブレイクイーブン・インフレ率は 9 月対比で 0.50% 上昇した。

チャート 3: 米国市場に織り込まれた 5 年のブレイクイーブン・インフレ率の推移 (2017 年～2018 年)

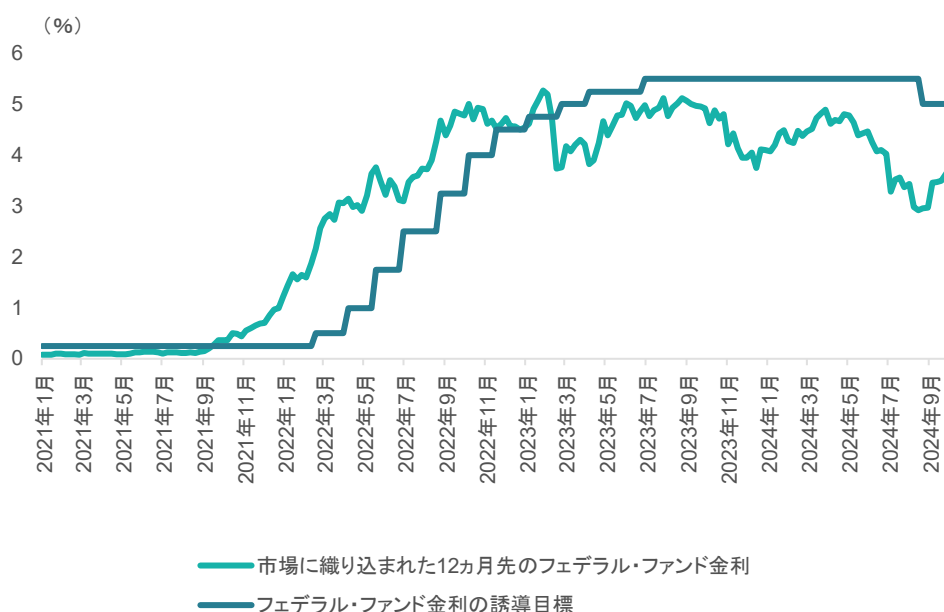


出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成

期間: 2017 年 1 月 2 日～2018 年 6 月 1 日

このような見通しの変化は、減税と関税の組み合わせによってインフレ減速の流れが逆戻りすることを反映しているが、これはインフレ抑制というFRBの仕事を若干やり難くするだろう。パウエルFRB議長は最近の記者会見で、「当面は選挙が我々の政策決定に影響を与えることはない」、「(新政権による)政策変更の時期や内容がわからない」ためFRBとしては金融政策の方向性の変化を推測も想定もしないと述べた。しかし、これは市場の読みとは異なる。大統領選でトランプ候補が勝利する確率が高まると、市場はすぐにフェデラル・ファンド金利の予想を織り込み直し始め、この調整は同氏の勝利が確定した後も続いている。FRBはまだ見解を修正したくはないのかもしれないが、市場は、今やインフレが加速しやすい環境になってきたこと、その結果として高金利が長期化する状況となり得ることを示唆している。

チャート 4: 市場に織り込まれた米国フェデラル・ファンド金利予想と同金利の誘導目標の推移



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: 2021 年 1 月 29 日～2024 年 11 月 8 日

ポートフォリオ運用の観点からは、これは債券市場に対する過去 2 カ月間の楽観的な見方を覆し、金利環境に疑問をもたらすものである。当社では依然、FRB が追加利下げを行うとの予想を変えていないが、ターミナル・レート予想はしばらくのあいだ 3.50%程度にとどまるとみている。米国債 10 年物の利回りは予想されるキャッシュ・レートを 1.00~2.00%上回る水準で推移しやすいことを考えると、10 年債利回りが 4.50%を超えて上昇しない限り、ソブリン債市場は投資価値が乏しいと言える。ソブリン債のなかでは欧州を選好している。欧州は、経済成長のペースが鈍くインフレが 2%を下回っており、トランプ次期大統領の関税政策によって貿易がさらに打撃を受ける可能性もある。このシナリオは、ECB(欧州中央銀行)の追加利下げ拡大期待の高まりにつながり得る。

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: 信用スプレッドは引き続き適正水準にあるが、多くの国で依然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劣る。イールドカーブがスティープ化し始めれば見解を変更していく方針だが、現段階ではイールドカーブの長短逆転が続いていることから、満期の短い投資適格クレジット物の選好を継続する。
- 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。実質金利が低下すれば金にとって追い風となることから、当社では金への配分を長期債ポジションの代わりとして活用している。
- デューレーションを長期化: 主要国の中央銀行が利下げを始めていることは、世界の債券市場にとって追い風と言える。利下げのタイミングを捉えるのは難しい場合もあるが、引き締めの金融政策の終了は債券にとって好材料になるとみられる。当社では欧州で積極的に金融緩和が進められると引き続きみており、フランスやイタリアといった国で長めのデューレーション・エクスポージャーを取っている。

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 +		

個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、当該戦略で運用するポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買を推奨するものでもありません。

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もありますが、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。