

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 12 月)

グロース資産のスコアはプラス幅を縮小、ディフェンシブ資産のスコアを引き上げ

本稿は 2024 年 12 月 26 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 12 月 30 日

投資環境概観

11 月は大部分の資産クラスが好調に推移し、債券と株式がともに上昇した。米国大統領選挙で共和党候補が勝利したことを受けて株式市場が上昇し、グローバル株式市場(MSCI ワールド・インデックス)は月間上昇率が 4%を超えた。一方、グローバル債券市場(ブルームバーグ総合債券インデックス)は米ドル・ベースで 1%超上昇した。11 月は米国が主役となり、選挙で共和党が主導権を確保すると市場では法人税減税の可能性に注目が集まった。米国株式は極めて好調なリターンを示し、S&P500 指数は 5.5%超上昇して史上最高値となる 6032 で月を終えた。米国株式市場以外は、トランプ政権の誕生が意味し得るもの、特に関税が世界各国の経済にとってマイナスに働くかプラスに働くかを市場が見極めようとするなか、まちまちのパフォーマンスとなった。こうしたなか、当月の欧州株式はユーロ・ストックス 50 指数がユーロ・ベースで 0.48%下落したが、米ドル・ベースではドル高の影響を受けて下落幅がさらに拡大した。

債券市場では、ドナルド・トランプ候補と共和党の勝利がインフレ圧力をもたらすとの見方が広がったにもかかわらず、最終的には月間リターンがプラスとなった。米国債 10 年物の利回りは前月末比 0.11%低下の 4.17%で月を終えた。債券市場は、当初は選挙結果を受けて下落したものの、次期財務長官に指名される可能性のあるスコット・ベッセント氏が米国の財政赤字を対 GDP 比 3%まで削減するとともに原油生産量を日量 300 万バレル拡大することを目指すと言及すると、これを好材料視して反発した。しかし、同じ発言は原油市場ではあまり好感されず、原油価格は前月末比で 1.8%下落し、ブレイクイーブン・インフレ率(期待インフレ率)を低下させる結果となった。最後に、米ドルの上昇が続くなか、ユーロは 1 ユーロ=1.05 米ドルで当月を終えた。欧州では金融政策の緩和が進められるなか、米国では高金利が長期化する可能性があることから、当面はユーロが下落圧力に晒され続ける可能性がある。

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若干引き下げる一方、ディフェンシブ資産のスコアを引き上げた。グロース資産に関しては、米 FRB(連邦準備制度理事会)の利下げサイクル開始や共和党の政権奪還がリスク資産にとってプラス材料とみられているが、当月の極めて好調な市場パフォーマンスを受けてリスク・エクスポージャーを削減しておくことが適切と判断し、スコアを引き下げた。米国の経済指標は引き続き景気の好調を示しており、市場では 2025 年の企業収益についても好調な伸びが期待されている。ディフェンシブ資産についてはスコアを引き上げた。これは、利回りの上昇を受けて債券市場のバリュエーションが改善したことを反映したものだが、加えて、キャッシュ・フローの継続的低下に伴い外国債券の保有時の為替ヘッジ・コストが低下しているとともに、イールドカーブのステイプ化を受けて利回りも魅力的な水準に達しつつある。

グロース資産のなかでは、先進国株式のスコアをプラスに維持する一方、新興国株式については、ドル高が進めば新興国に悪影響を及ぼす可能性があるとの判断から、スコアを中立へと引き下げた。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)がその記憶を呼び覚まし得る輸入関税の引き上げは、インフレ圧力をもたらし金利の高止まりが長期化する環境を招きかねない。これは、新興諸国の中央銀行にとって、

YOUR GOALS, OUR COMMITMENT.

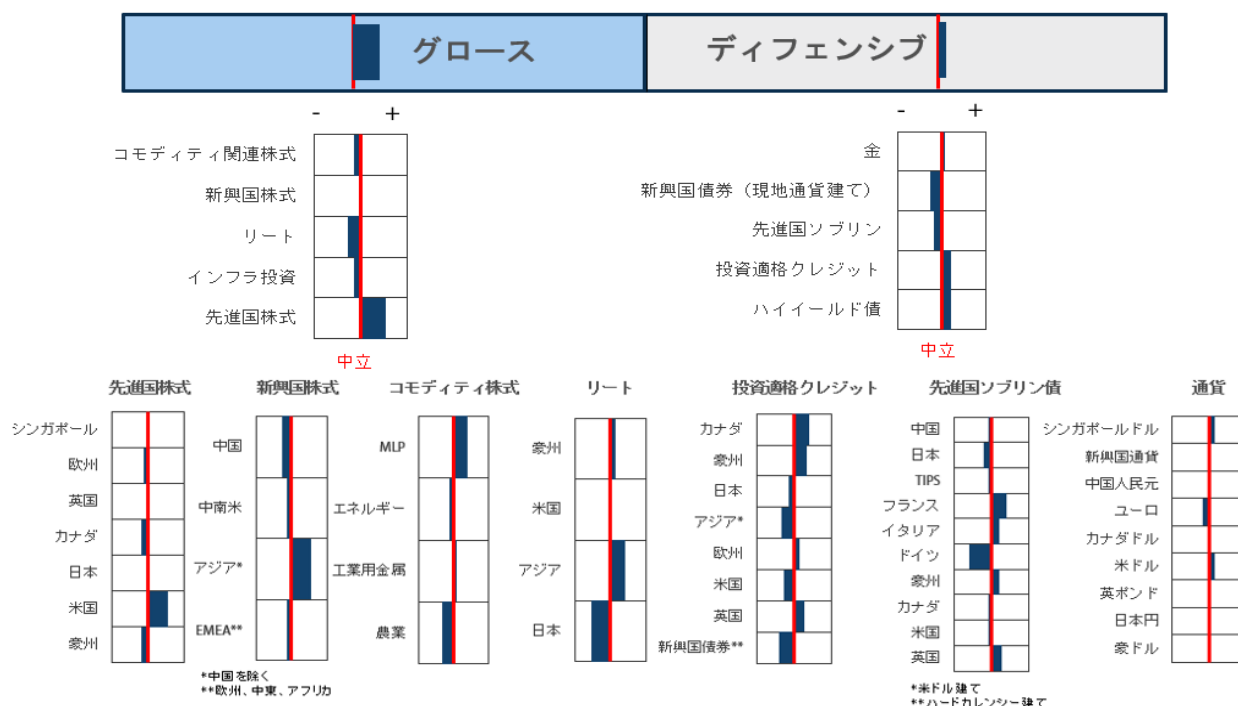
日興アセットマネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 368 号
加入協会/一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

自国通貨を下支えする必要から景気刺激策としての利下げ余地が縮小することを意味する。経済指標が底堅いのに加え、世界的にインフレが減速し始めるなかで金融政策がハト派寄りとなっていることから、景気に対してはポジティブな見方を維持している。先進国株式のなかでは、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。一方、リスク・エクスポージャーのバランスを見直し、リスク・リターン特性が改善した日本のスコアを引き上げて欧州のスコアをマイナスへと引き下げた。日本については、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を引き続き有望視しているものの、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中立にとどめている。コモディティ関連株のなかでは、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エネルギー株のスコアをマイナスに維持した。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、投資適格クレジットのスコアのプラス幅を引き上げる一方、金のスコアを引き下げた。当月のスコア変更は、共和党の勝利を受けて企業を取り巻く環境の見通しが好転していることや、投資適格債の為替ヘッジ後利回りが足元で改善していることを反映している。米国の金利低下と減税は信用スプレッドにプラスに働くとみられるため、ハイイールド債と投資適格クレジットを最も選好しているが、信用スプレッドが比較的タイトな水準に達しており縮小余地があまり残されていないことから、いずれのスコアもプラス幅を小幅にとどめている。先進国ソブリン債については、利回りの上昇や世界的なイールドカーブのスティープ化を受けて債券の投資魅力が多少増しているため、スコアを小幅に引き上げたが引き続きマイナスとしている。一方、金のスコアを引き下げて中立へと戻した。世界各国の財政赤字が膨らんでいることを背景に好調な推移が見込まれる金は、引き続き有効な分散投資先であるとみている。しかし、金は年初来ですでに極めて好調なリターンを達成している。また、今年の大部分の期間においては先進国ソブリン債よりも投資魅力が高い状況にあったが、債券の為替ヘッジ後利回りが上昇している今、相対的魅力度は後退している。

* 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 11 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

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転換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。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。

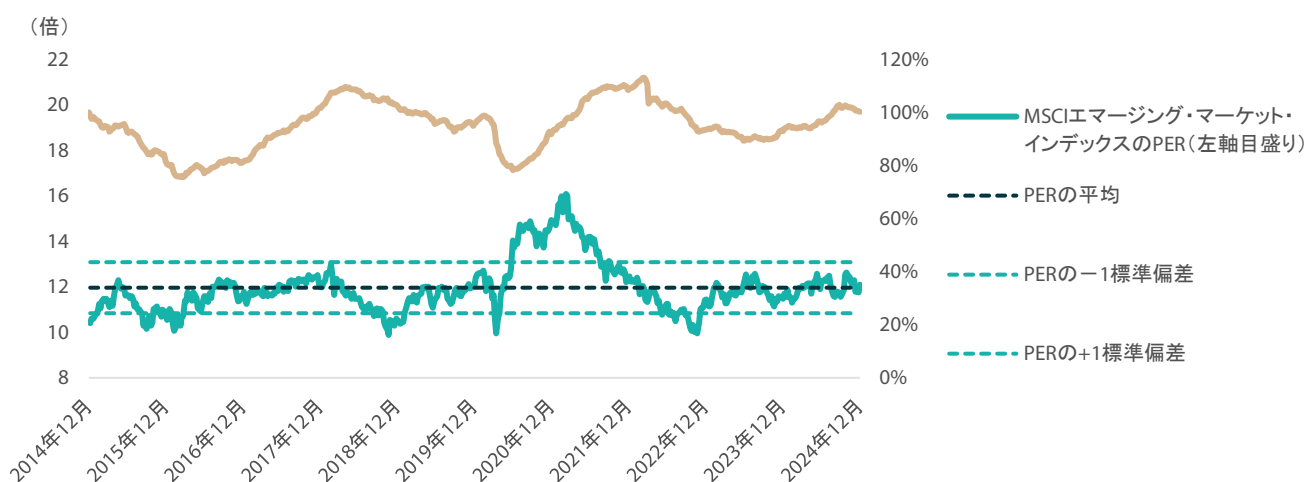
様々なバリュエーション指標を読み解く

米国株式市場の割高なバリュエーションをめぐる懸念が投資家のあいだで強まってきている。そうした懸念をよそに、米国市場はここ数カ月で最高値を更新し続けてきた。ほとんどの投資家が抱いているのは、米国市場に調整局面が訪れるのか、訪れるとすればいつか、どの程度調整するのか、という疑問だ。こうした議論の大部分における問題は、投資家が用いることの多い PER(株価収益率)に基づいているという点だ。この問題に対処するには、様々なバリュエーション指標を掘り下げ、それが用いられる理由を理解し、それだけを頼りにすると陥り得る落とし穴について認識する必要がある。

バリュエーション指標として PER を用いることには、バリュエーションをシンプルに行えるという大きな利点があり、往々にして平均回帰分析のツールとして使用されてきた。しかし、PER の水準自体が、業績状況の変化や金利環境の変化などの外部要因の影響によって、時間の経過とともに低下したり上昇したりし得るものであることを理解しておく必要がある。端的に言えば、業績見通しがより良好な企業は PER が高くなる傾向がある。同様に、収益状況が冴えない場合は PER が長期間低迷し続ける可能性がある。PER を用いることの問題点は、企業収益は変動するものでありアナリスト予想も頻繁に修正される場合があることで、このため PER はそれほど信頼できるとは言えず度々調整も起こりやすい。加えて、PER は 12 ヶ月という短期間にフォーカスする傾向があり、つまりは長期的な企業収益の成長性が考慮されないため、近視眼的な投資視点につながりかねない。

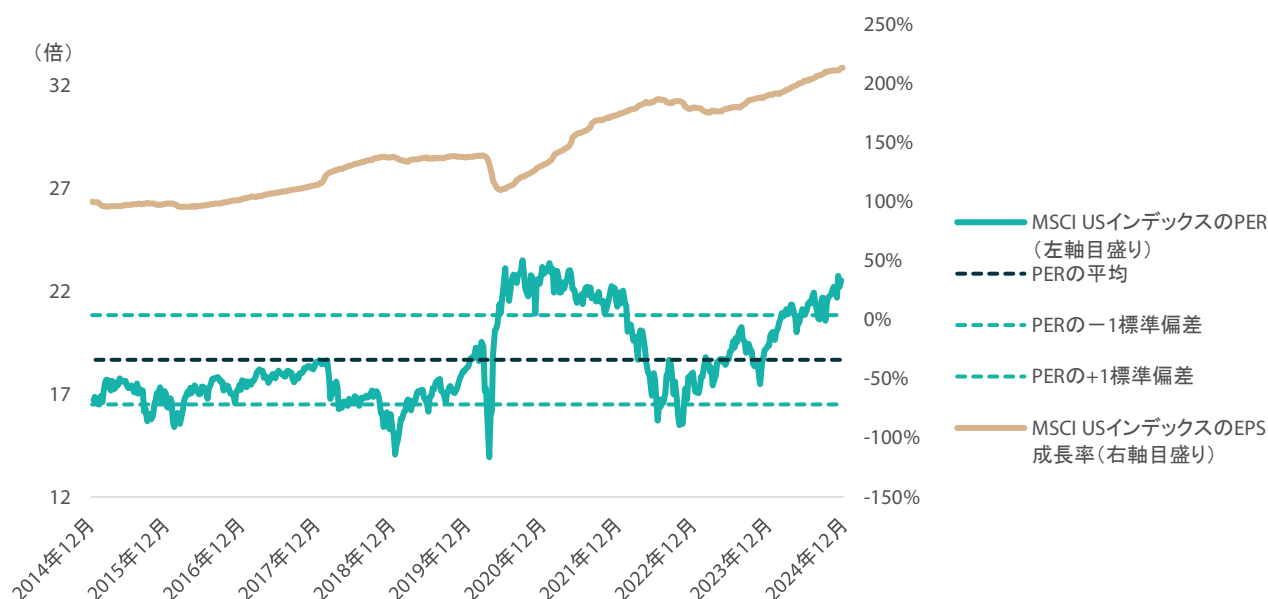
興味深いことに、過去 10 年間における新興国株式市場(MSCI エマージング・マーケット・インデックス)の PER と利益成長率を比較してみる(チャート 1 参照)と、期間全体にわたって利益成長率がほぼ停滞しているなか、PER は過去平均値に近い水準で推移しており、この動向は妥当であるように見受けられる。これと比較するためにチャート 2 をみてみると、同期間において米国株式市場(MSCI US インデックス)は利益成長率が 200%を超えており、足元の PER は過去平均を 1 標準偏差近く上回る水準で推移している。これは、米国株式が割高な水準にあることを意味しているのかもしれないし、あるいは底堅い利益成長を受けて PER が切り上がっていることを意味しているのかもしれない。

チャート 1: 新興国株式市場の PER と EPS 成長率の比較



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 12 月 5 日 ~ 2024 年 12 月 6 日

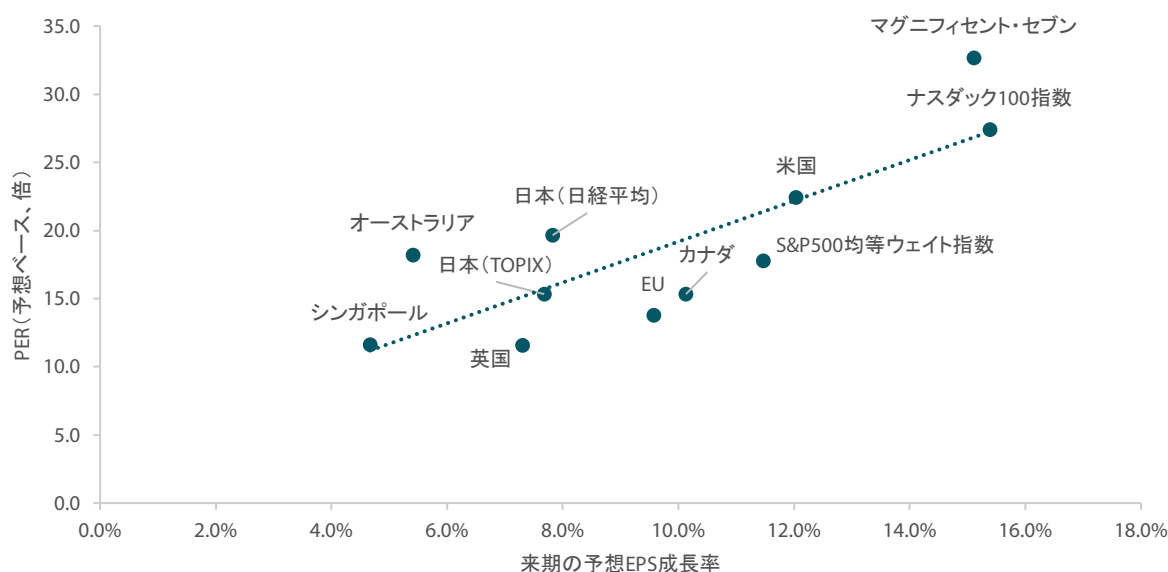
チャート 2: 米国株式市場の PER と EPS 成長率の比較



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 12 月 5 日 ~ 2024 年 12 月 6 日

なぜ一部の市場の PER が他より高いのかを理解するには、PER は企業収益の成長性と正の相関関係があることに着目してみるとよい。MSCI USインデックスとナスダック指数の PERが高いのは、利益成長率が高いからである。様々な地域で比較してみると、バリュエーションが妥当な水準にあることがわかる。そして、投資家が重視している点は、そうした利益成長特性が将来も維持され得るかどうかということだろう。このバリュエーション指標に基づくと、英国やカナダも一見割安に見えるかもしれないが、そのバリュエーションの根底にある過度に楽観的な収益見通しなどの要因から、調整局面を迎えやすいと言えるかもしれない。同様に、日本の日経平均は割高にみえるかもしれないが、これはアナリストの収益見通しが過度にネガティブであったからかもしれず、見通しが上方修正されていく可能性を示唆している。情報に基づいて投資判断を行うにあたっては、定性的視点を重ね合わせること、すなわち様々な要因を理解することが欠かせないと思う。

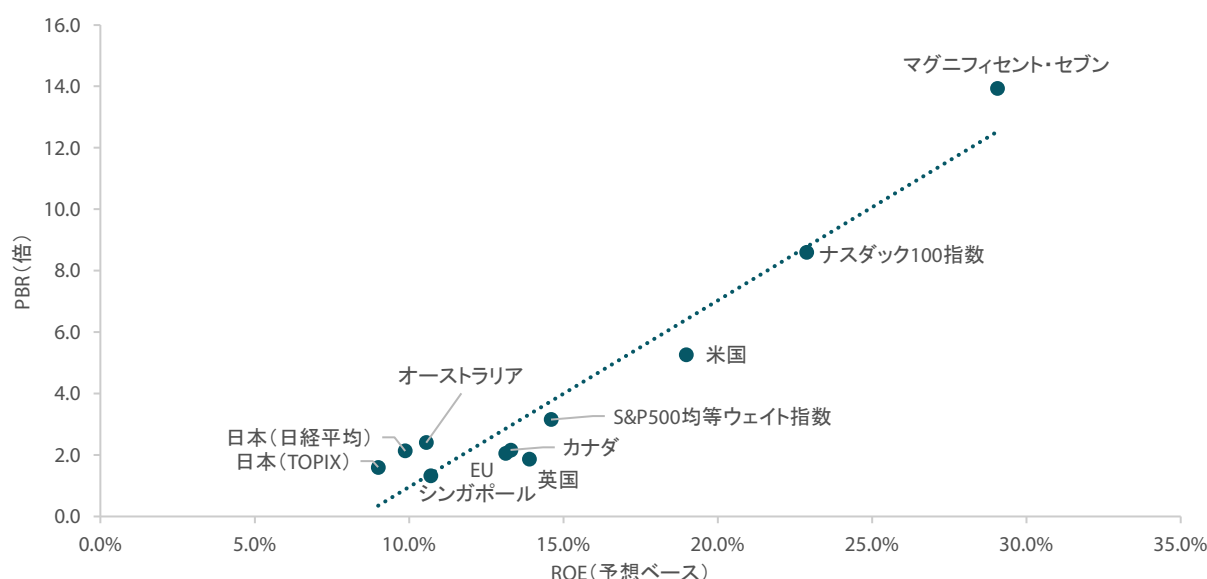
チャート 3: 様々な地域における PER(予想ベース)と来期予想利益成長率の比較



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

その他にも有用と考えているバリュエーション分析手法に、PBR(株価純資産倍率)と ROE(自己資本利益率)の比較がある。これら 2 つの指標のあいだには正の相関関係があり、PER と利益成長率の相関性に比べてより安定している。様々な株式市場が当該バリュエーション指標の現在の水準に密接に連動している様子であり、つまり市場において効率的に株価形成がなされているように見受けられる。MSCI US インデックスとナスダック指数は、現時点ではバリュエーションに割高感もなく、足元の水準であれば投資魅力があるようにみえるかもしれない。PBR のマイナス面は、純資産が正確でない可能性があることだ。具体的に言うと、純資産ではのれん代や利益などの要素が見落とされており、これらの要素は利益成長率ほどは変動しないものの修正が起こりやすいという点に変わりはない。とは言え、この評価基準を PER と利益成長率の比較と併用することで、基礎となるバリュエーションをより良く理解できるのは間違いないだろう。

チャート 4: 様々な地域における PBR と ROE(予想ベース)の比較



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

残念ながら、バリュエーション・ツールの選択にあたっては、1 つですべてに対応できる万能なソリューションなど存在しない。しかし、定量的なインプットに影響を与え得る様々な要因を理解しておくことで、投資決定プロセスの改善に役立つ可能性がある。また、様々なマクロ経済サイクルを理解しておくことも、異なる地域のバリュエーションに影響を与えるかもしれない微妙な差異を調整しやすくなるという点で、トップダウン・アプローチによる資産配分の観点から重要である。最後になるが、より良い投資成果を達成するためには、投資判断に定性的な視点を加えることも不可欠である。企業収益が市場予想を上回るのか下回るのかを予想することは、当社のバリュエーション・モデルを調整して正確な予測を行っていく上で鍵となっている。

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(人工知能)・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」(Apple、Microsoft、Alphabet、Amazon、Nvidia、Meta Platforms、Tesla) 以外へも広がりがつつあり、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中立へと変更した。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、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。
- **日本株のスコアを中立に引き上げ**: 日本株は、米ドル高を受けて円安が進行するとの見方から、スコアを中立に引き上げた。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、日本株のスコアをさらに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。配当利回りの高さを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 のスコアはプラスに維持した。長期的にはコモディティ関連株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

世界的な利下げサイクルが始まったことを受けて、ソブリン債のカーブがスティープ化し債券の投資魅力が徐々に高まりつつある。経済指標は米国以外では依然低調で、2025 年も世界中で金融緩和傾向が続くように見受けられる。結果として、当社では先進国ソブリン債のスコアを若干引き上げ、ディフェンシブ資産全体のスコアも引き上げた。現在提供されているヘッジ後利回りは魅力的度を増している。加えて、金融緩和基調が世界の経済成長の追い風になると予想しており、これを受けて信用スプレッドは良好なパフォーマンスが続くとみられる。当月の本稿では、中央銀行が注目している経済指標をより全体的に捉えるとともに、オーストラリアの経済指標における(オーストラリア準備銀行が 2025 年に利下げの流れに加わることを示唆する)最近の変化を取り上げる。

世界各国の中央銀行が重視している経済指標

2024 年が終わりに近づき 2025 年が視野に入ってきた今の時期は、今後 12 ヶ月において方向転換の必要が生じる可能性のある中央銀行を見極めるべく世界各国の経済指標を見直す好機と言える。先進国の経済を見てみると、米国が好調な一方で他の大半の国々は苦戦するという二極化を示している。この傾向がわかるのが、先進国の主要経済指標を比較した下の表 1 で、経済成長率が 2%を超えているのは米国のみと、同国以外の中央銀行が緩和を加速させる必要があるかもしれないことを示唆している。

表 1: 先進国における中央銀行の政策金利と重視経済指標

	政策金利(%)	中央銀行が重視している経済指標		GDP 成長率(%)	今後 12 ヶ月で予想されている政策金利の変化
		インフレ率(%)	失業率(%)		
米国	4.63	2.6	4.2	2.7	-0.83%
カナダ	3.75	2.0	6.8	1.5	-1.17%
英国	4.75	2.3	4.3	1.0	-0.80%
ECB(欧州中央銀行)	3.25	2.3	6.3	0.9	-1.51%
オーストラリア	4.35	2.8	4.1	0.8	-0.84%
日本	0.25	2.3	2.4	0.5	0.45%

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(データは 2024 年 12 月現在)

市場はカナダの金融緩和継続を織り込んでいるが、オーストラリアもまた、政策金利の方向性が米国の見通しから乖離し始めるとみられる国である。この主な理由はオーストラリアの GDP 成長率が前年同期比 0.8%に減速していることにあり、これは、コロナ禍のロックダウン(都市封鎖)局面を除けば、1990 年代序盤以来の低成長ペースである。また、オーストラリアの総合インフレ率は 2.8%と依然高いが、四半期毎に発表される指標であり変化の反映が遅い可能性がある。最近発表されるようになった月次統計(オーストラリア準備銀行は公式には使用していない)はすでに前年同月比 2.1%へと鈍化しており、インフレ率が同国中銀の目標レンジである 2~3%内に十分戻ったことを示唆している。

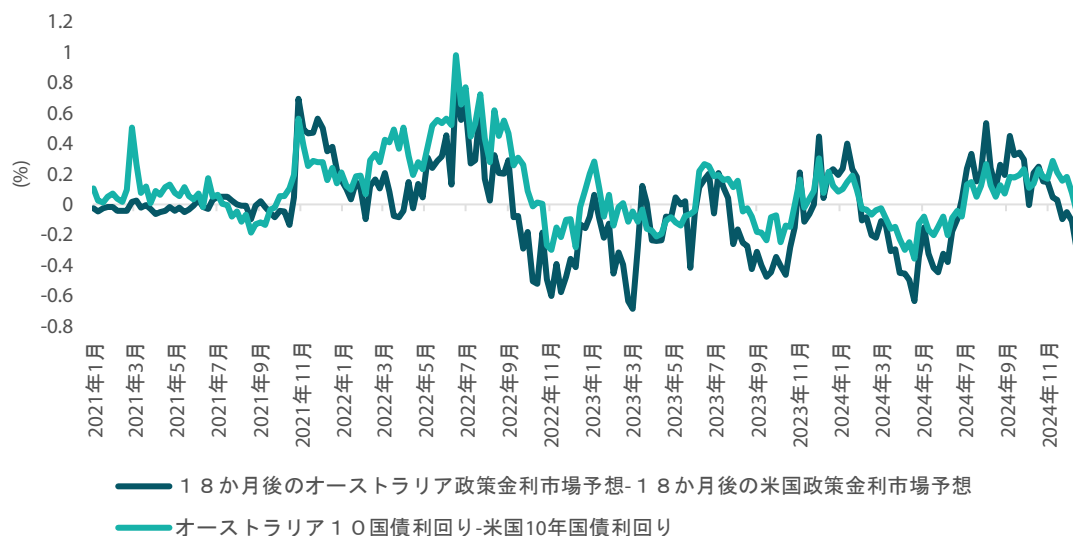
チャート 5: オーストラリアのインフレ率(月次と四半期毎の指標の比較)



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: 2010年10月5日~2024年10月31日

このことは、投資ポジションの観点からは、オーストラリア国債を対米国債で選好すべきことを示している。オーストラリア国債の利回りが米国債の利回り対比でどこまで低下するかは、オーストラリア準備銀行によるインフレ・景気鈍化への対応にかかっている。利回り格差を左右するのは通常、金利差であるからだ。オーストラリアの政策金利の市場予想は米国対比で低下し続け、これを受けてオーストラリア国債 10 年物の利回りは米国債 10 年物の利回りを下回る水準までさらに低下するとみている。2024 年のカナダ国債の動向と同様に、2025 年には、米国よりもはるかに速いペースで景気が冷え込んでいる模様のオーストラリアの債券が、アウトパフォームする局面を迎える可能性がある。

チャート 6: オーストラリアと米国の政策金利格差および 10 年国債利回り格差



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: 2024年10月1日~2024年12月13日

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およびハイイールド債: 信用スプレッドは引き続き適正水準にあるが、各国中央銀行が金融緩和を進めるにしたがって景気の回復が見込まれる。イーールドカーブのスティープ化に伴うヘッジ後利回り水準の向上を受けて、クレジット物への投資を通じた追加利回りの獲得が有効と考える。
- 金はヘッジとして依然魅力的: 金についてはスコアを引き下げたものの、同資産クラス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。
- 一部地域でデフ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。当社では政策金利の低下幅が最も大きいと予想される地域を選好しており、今後数カ月の見通しでこの基準を満たすのはユーロ圏とオーストラリアである。

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。