



# BALANCING ACT

日興アセットマネジメント BALANCING ACT —

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。

当レポートは、英語による2018年2月発行「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。

## 投資環境概観

当社の2018年の市場展望において、先進諸国の中央銀行が大規模な緩和策を徐々に解除するにつれ、ボラティリティが高まるとの見解を示したが、ボラティリティが過去数週間ほどの猛烈な急上昇を見せると想像していた者はほとんどいなかっただろう。インプライド・ボラティリティの指数であるVIXは、1日(実際には数時間)のうちに100%を超える上昇を示したが、これは前代未聞の事態だ。しかし、そのような急激な上昇に少しでも見合うようなきっかけを挙げるのは難しい。つまり、今回は「リーマン・ショック」級のイベントが起きたわけではないのだ。

株式市場が急落に転じた理由は一見、2月初旬に発表された米雇用統計の好調さを受けてインフレ懸念が高まったことにあるように見えるが、ボラティリティ急上昇の原因は「ボラティリティ・ショート」型ETFにあり、そのようなETFの運用会社が(ショート・ポジションをカバーするための)ボラティリティの買いを迫られたため、VIXは瞬間に上昇した。

これらのETFは近年、並外れたパフォーマンスが投資家を惹きつけ、かなり人気が高まっていた。代表的なファンドであるVelocity Shares Inverse VIX ETFの2016年～2017年のリターンは年率で135%に達したが、それがあっという間に数時間ほどでほぼ帳消しになった。

チャート1: Velocity Shares Inverse VIX ETFの価格推移



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:2015年12月30日～2018年2月6日

これらの特殊なETFによって始まったボラティリティの急上昇は、リスクパリティ戦略やCTA(商品投資顧問)などによる、ボラティリティが上昇すると必ずポジションが巻き戻されるプログラム売買によって増幅されたものと思われる。今のところ、その影響は手におえる範囲に収まっているようで、ファンダメンタルズを揺るがす可能性は低いように見受けられるが、今後も注視していく必要がある。

先進諸国が金融引き締め方針を打ち出していることから、以前よりもボラティリティが高い状況は続くものと見られる。さらに言うと、市場が大きな変動に見舞われた場合に米FRB(連邦準備制度理事会)が支援に動くことを言う「FRB プット」については、それが実施される状況というのが、以前考えられていたよりも深刻なものでなければならないのかもしれない。ニューヨーク連銀のダドリー総裁が今回の株価下落について「取るに足らない」と発言したことは、中央銀行がより高いボラティリティを容認する新時代の訪れを示唆しているかもしれない。

投資環境は、ボラティリティが実際のリスクをより適正に反映し、

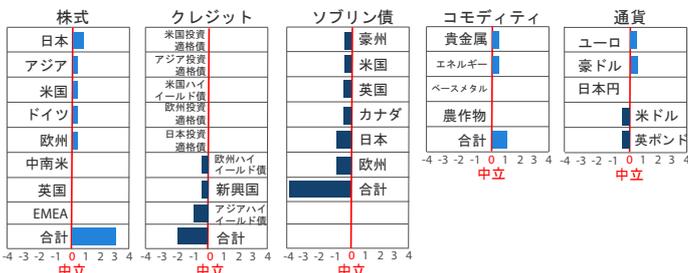
リスクを取らずに得られるリターンがないなかで投資家に地道な投資姿勢を維持させるという、昔は当たり前であった状況に再び戻ってきている。これは、ブル相場の終焉となり得るのだろうか。当社では、ファンダメンタルズが依然として堅調であることから、そうは考えていない。しかし、今後の道のりは陰しさが増すものと思われ、バリュエーション、成長の質、そして必要に応じて下方プロテクションを重視した慎重なポートフォリオ構築が求められるだろう。

足元における高水準のボラティリティは、インフレ・リスクの実態を反映しているというよりも、プログラム売買による売りを生じた歪みである。当社では、確かにインフレの加速を予想しているが、それは堅実な需要を受けて賃金やコモディティ価格が押し上げられるような、より健全な類いのインフレである。あまり良性でないインフレ圧力が高まり始める可能性はあるものの、債券利回りはすでに大幅に上昇しており、これが自然にインフレ要因である需要圧力の低下を促す安定化装置の役割を果たすことになる。

当社の見方では、より大きなリスク要因は、ボラティリティの復帰によって市場の中で過度に楽観ムードが高まっていた部分が不安定化し、レバレッジの更なる巻き戻しを強いられる可能性があることだ。ボラティリティの高まりは、まずレバレッジ度が特に高い分野で始まって波及していくが、レバレッジ度がそれほど高くない分野も巻き込むまでに広がることもあり、そうなることファンダメンタルズを悪化させて負の循環に陥り始める。

ボラティリティ上昇の利点は、資産の売却(またはボラティリティの買い)を強いられなかった者にとっては投資機会をもたらすことである。プログラム売買による売りの後には往々にして、ファンダメンタルズ重視の投資家にとって買いとなる割安銘柄が出てくるため、当社では、ボラティリティがオーバーシュートしてファンダメンタルズに悪影響を及ぼす可能性を認識しながらも、慎重な姿勢を維持しつつボラティリティの上昇を歓迎している。

### 資産クラスのヒエラルキー(2018年1月末時点)



(注)上記ポジションの合計は0になりません。現金などにより調整を行います。上記の資産クラスおよびセクターは、マルチアセット戦略ポートフォリオの運用を担当するポートフォリオ・マネージャーの現在の投資見解を反映したものです。これらは投資リサーチまたは投資推奨に関する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

**グローバル株式**の選好順位において、堅調な企業収益モメンタムを受けてマクロのスコアが上昇した米国をドイツの上へと

引き上げた。

米国株式は、(直近の株価下落でやや後退したものの)依然として割高である一方、モメンタムは引き続きプラスであり、企業収益も回復が続いている。チャート2が示すように、株式市場の上昇は概ね企業収益の見通しを反映したものだ。昨年終盤の法人税減税を経て、企業収益予想はマージン改善見込みから急拡大し、それを受けて株式市場も上昇した。この上昇分は直近の下落で帳消しとなったが、企業収益見通しが改善したことは変わっていない。

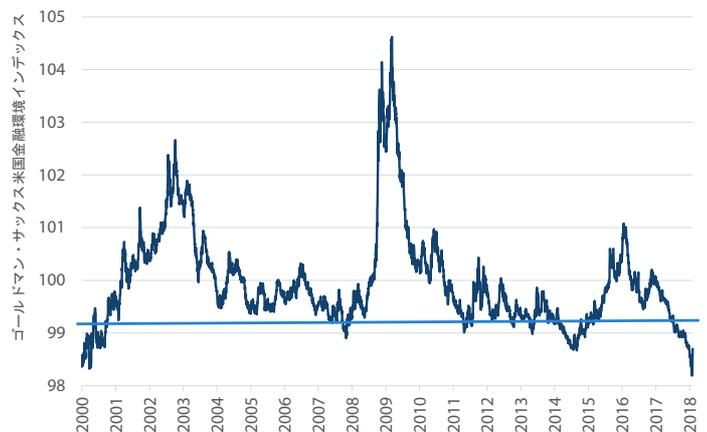
チャート2: S&P500 指数と構成企業の収益予想



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2月7日~2018年2月6日

米国では金融政策が引き締められているにもかかわらず、流動性環境は緩和が続いており、実際、最後のテクノロジー・ブームの頂点であった2000年以来で最も緩和的な水準に達している。この原因の大半は依然としてドルが弱いことと信用スプレッドがタイトな水準にあることにあるが、流動性環境が短期間でかなり大きく変化し得ることも留意しておきたい。直近では債券利回りおよびドルの上昇とスプレッドの拡大が流動性環境をややタイト化させているが、それでも流動性は依然緩和的であり、ファンダメンタルズを下支えしている。

チャート3: ゴールドマン・サックス米国金融環境インデックス



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:2000年1月3日~2018年2月5日

**グローバル・クレジット**の選好順位については変更はなく、米国とアジア、欧州の投資適格債を上位とするとともに、ハイイールド債の中では米国を選好する。足元の環境では、クレ

ジットは引き続き注視が必要な資産クラスである。ボラティリティの高まりは、クオリティがより低いクレジットほど波及しやすいからだ。クレジット市場でのストレスは、ボラティリティの高まりがファンダメンタルズに悪影響を与えている可能性があり、経済の健全性を再検証した方がいいかもしれないことを示唆している。

直近の市場下落を経ても、ほぼすべてのクレジット市場が依然割高であり、さらなるスプレッド縮小余地はほとんどない。しかし、これはサイクルの現段階では十分予想されることである。世界的な経済成長の回復がキャッシュフローの改善につながり、キャリアへの需要を支え続けるからだ。

アジアの投資適格債は、米国の投資適格債との比較において、オプション調整後スプレッドの格差が3年平均の24ベースポイント辺りにあるが、スプレッド・デュレーションは2.25年短いことから、債券利回りが上昇している足元の環境ではアジアの投資適格債の方が魅力度が高いと言える。

チャート4: アジアと米国の投資適格債におけるスプレッドおよびスプレッド・デュレーションの比較

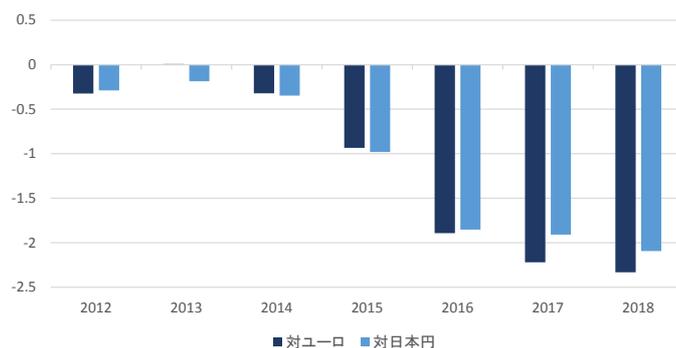


出所: ICE BofAML  
期間: 2014年12月31日～2018年1月12日

2018年は、またしてもアジアの投資適格債の新規発行量が過去最高を記録する年になりそうだ。償還が多いので純発行額は抑えられると予想される一方、域内からの需要は依然堅固に下支えされている。

米ドル建ての投資適格債の新発債供給は増加すると予想されるが、欧州および日本の投資家にとっては為替ヘッジ・コストの増加が、あるいはヘッジしない場合（この新しい動きについてはソブリン債のセクションで後述する）はドル安による為替差損が痛手となるなか、需要はやや減少するかもしれない。

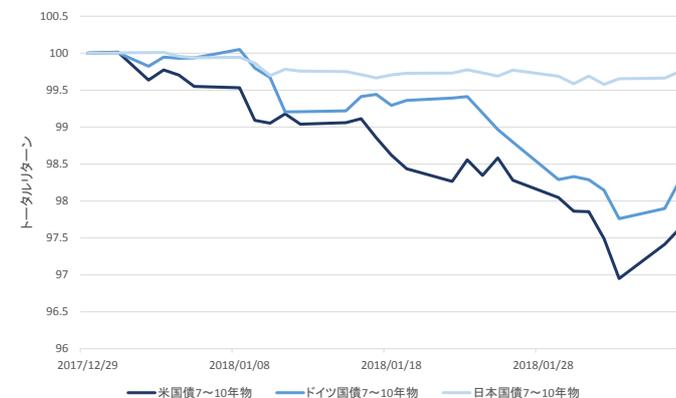
チャート5: ユーロおよび円ベースの投資家にとっての米ドル・ヘッジ・コスト



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: 2012年～2018年(1月22日時点)

グローバル・ソブリン債の選好順位は前月から変わらず、オーストラリア、米国、英国を上位としている。ソブリン債市場は1月を通じて厳しい展開となり、相場下落の矢面に立たされたのは米国債であったが、ドイツ国債もそれに近い下落を見せた(チャート6参照)。当社では、割高なバリュエーション、下方モメンタム、金融政策の引き締めを踏まえ、長らくソブリン債に対して慎重なスタンスを取ってきたが、リフレがインフレ懸念へと変わり、それがイールドカーブの長期ゾーンを押し上げている現在は、特にその姿勢を強めている。

チャート6: 2018年1月のグローバル・ソブリン債市場の推移(現地通貨ベース)



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12月29日～2018年2月6日(2017年12月29日=100として指数化)

通常、ソブリン債の利回りは様々な地域にわたって大きくは乖離しにくい。ある国で利回りが大幅に上昇すると、より魅力的な利回りを求める海外投資家の資金が流入しやすくなるため、世界の全般的な平均へと回帰する傾向がある。

しかし、為替ヘッジ・コストが増大すると相対的な魅力度が減じられてしまう。過去1年においては、相当な割合の日本の投資家が敢えて為替ヘッジをせずに米国債に投資を行ったが、米国債利回りとの正相関が奏功する形となった。

米国債利回りの上昇でキャピタル・ロスを被ったとしても、そのような損失はドルの上昇によって軽減されることが多い。しかし、1月は米国債利回りとドルの間の正相関が崩れ、利回りが上昇したもののドルは下落し(チャート7参照)、為替ヘッジなしの

米国債投資ポジションでは損失が増幅した。

チャート7:ドル円スポット・レートと米国債10年物の利回りの推移



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:2017年1月2日~2018年2月7日

ドルと債券価格の下落が同時に起きる限り、米国債に対する海外投資家からの需要は低迷が続く可能性があり、一方で供給は、最近の減税(および今後年内に実施され得る財政出動)ばかりでなくFRBのバランスシート縮小をも受けて、増大することになる。この需給バランス動向は逆風要因だが、現在のところは債券とドルの同時安は不安によって引き起こされている部分もあり、多くが懸念しているよりもインフレ指標が落ち着いていることが示されれば、そのような不安は解消されていくものと思われる。

**コモディティ** は、バリュエーション、モメンタム、マクロ・ファンダメンタルズから見て、引き続き投資魅力が高い。チャート8が示す通り、コモディティ価格のS&P500指数に対する割合は1970年以来で最も低い水準にあり、コモディティが株式に対して大幅にアンダーパフォームしていることを示している。株式は実質ベースの収益成長があることから長期的にはコモディティをアウトパフォームすることが予想される場所だが、当社のモデルはコモディティが割安で株式が割高であることを示しており、2者間の価格関係が平均回帰する可能性は高い。

1970年代はスタグフレーションが続くなか、コモディティが株式を大きくアウトパフォームした。その後、1990年と2008年にピークを付けるが、この要因はインフレというよりも、コモディティの需要が供給を上回ったことにある。足元の環境では、インフレは加速しているように見受けられる一方、供給が低迷するなかで需要は伸び続けている。米国株式は非常に割高であり、したがってコモディティがアウトパフォームする日がまもなく来ると想定することは難しいことではない。

チャート8:コモディティ価格の米国株式に対する比率



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:1970年1月2日~2018年1月18日

**グローバル通貨**の選好順位では、日本円を米ドルの上位へと引き上げた。日本円については、日銀が日本国債を買うためにマネーを増刷せざるを得ないなか、政策表明されたイールドカーブ・コントロールが円安を導いていたことから、しばらく選好順位の最下位またはその近くとしてきた。

結果的に、日銀の強い要請はほぼ同中銀が望んだ効果をもたらし、イールドカーブ・コントロールによって、債券市場では日銀が購入をそれほど実施しなくても利回りが安定的に保たれることとなった。実際、2017年には資産の購入がかなり目立って減少し、年初における同中銀の予想を下回った。

資産購入プログラムはかつて、日銀が輸出や企業収益を刺激しながらインフレを押し上げることを目指すにあたり、対米ドルでの円安を導くことに焦点を当てているように見受けられた。しかし、日本が徐々に中国のサプライチェーンの一部となっていくにつれ、対米ドルでの日本円の強さは重要性が後退している。これまでもしばらく述べてきたように、対米ドルで円高が進んでいるにもかかわらず、株式市場は堅調さを保っている。これまでは、日銀のイールドカーブ・コントロールが資産購入を通じて円安を招くだろうとの前提で、日本円についてはかなり弱気のスタンスを取ってきた。しかし、今やその可能性は低下しており、円高に直面しても株式が堅調さを増し、日本株に投資する海外投資家からの為替ヘッジ・ニーズが後退するなか、日本円は小幅ながら上昇している。日本円には引き続き割高感はなく、前述の動向に下支えされてモメンタムが改善していることから、選好順位を米ドルの上位へと引き上げた。

## 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		
+	N	N
最終スコア +		

## Disclaimer

当資料は、日興アセットマネジメント アジア リミテッド(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、日興アセットマネジメント株式会社が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、弊社および日興アセットマネジメント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および日興アセットマネジメント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。当資料中のチャート、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、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、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。日興アセットマネジメント アジア リミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

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、日本証券業協会