



## 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3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

市場では、以前よりもボラティリティが高い状況が続いている。ボラティリティ再上昇の引き金となった要因は一見、インフレ懸念の高まりや、前月の初めに見られた高レバレッジのボラティリティ・ショートポジションの巻き戻しであった。今では、そうした要因のリストに保護主義の強まりや全面的な貿易戦争をめぐる懸念も加わっている。

足元では経済の先行き不透明感が高まっており、ボラティリティは高止まりすると見られる。チャート1が示すように、世界の経済政策の不確実性は、2016年11月の米大統領選挙の直後にピークをつけたのち、しばらく低下していたが、前月は小幅に上昇した。

チャート1: グローバルEPU(経済政策不確実性)指数



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:1997年1月~2018年2月

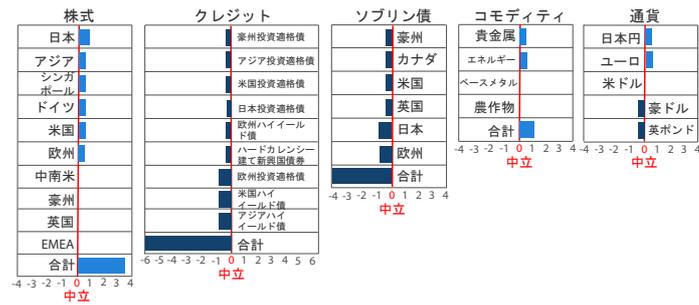
しかし、悪いニュースばかりではない。朝鮮半島情勢においては、全ての関係国が互いの関係改善に向けてより積極的な姿勢を示しているなど、緊張が大幅に和らいだ。ホワイトハウスから出てきている保護主義的な発言については、その強硬な発言内容に比べて実際にはそれほど厳しい措置が取られていないように見受けられる。また、中国の習近平国家主席の任期が無期限に延長される可能性をめぐる懸念についても、それ

が完全に想定外や異例の事態ではなかったことが認識され、足元では懸念が後退しつつある。

インフレについては、2月に発表された良好な雇用統計に対する条件反射的な反応は、より大局的な見方を欠いたものであったと思われる。世界のインフレ率は2015年後半に底入れして以降上昇傾向にある(チャート3参照)。事実、この指標に基づく、インフレ率はすでに過去20年間の平均値を上回っており、世界の複数の中央銀行が正式な目標とする2%に迫っている。テクノロジーによる創造的破壊やグローバル化による強いデフレ圧力の存在を考慮すると、このことは、足元の市場では加速リスクの方が懸念されているものの、インフレに関するリスクにはより対称性があることを示唆していると言える。

ボラティリティの上昇は、積極的なリスクテイクを通じて付加価値を創出できる大きな機会を投資家に提供している。これは、トップダウンによる資産配分に当てはまるのと同様に、高い確信に基づくボトムアップの銘柄選択にも当てはまる。市場は、リフレ、地政学情勢、リスク選好度の変化といった強い横風に苦しめられる展開が続くと予想される。そうした状況に対応していくため、当社の投資見解やポートフォリオの柱である効果的なリスク分散、そして独自のバリュエーション、モメンタムおよびマクロモデルからのシグナルを慎重に見極めるシステムチェックなリサーチプロセスを引き続き重視していく。

資産クラスのヒエラルキー(2018年2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。

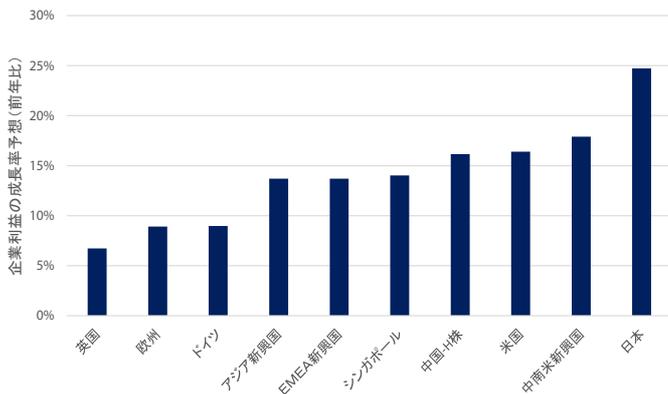
当社の見方

グローバル株式

市場のボラティリティが戻っている中でも、企業収益見通しが良好であることから株式に対するポジティブな見方を維持している。また、グローバル株式の選好順位は前月から変わらず、日本を最上位、そしてアジアを除く新興国、英国を下位に維持している。

足元では円高が日本株式の重石となっている。しかし、当社の神山直樹チーフストラテジストによる最近のレポートでも指摘された通り、売上高の拡大によって、円高の中でも企業収益が引き続き支えられると思われる。チャート2が示すように、日本企業の収益見通しは、引き続き世界的にみても極めて良好だ。このことは、仮に収益予想が少し下方修正されたとしても、ある程度影響を吸収できるかもしれないことを示唆している。

チャート2: 企業利益成長率のコンセンサス予想(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

また、最近の株価下落を受けて、当社モデルではバリュエーションのスコアがポジティブへと引き上げられた。マクロ見通しは良好で、企業収益が追い風となっているほか、緩和的な金融政策と拡張的な財政政策も継続されている。金融政策については、日銀の黒田東彦総裁が再任されて任期5年の2期目を務めることになり、金融政策の継続性が強化された。財政政策については、過去最大97.7兆円の2018年度予算が衆議院で順調に可決される見通しだ。

グローバル債券

ソブリン債については、割高なバリュエーション、ネガティブなモメンタム、マクロ面の複数の逆風やその中でも徐々に進む世界的なインフレの底入れ(当レポートの冒頭部分およびチャート3参照)を考慮し、慎重な姿勢を維持している。

チャート3: 世界のインフレ率の推移 - OECD主要7カ国



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: 1971年1月~2018年1月

ソブリン債の選好順位においては、カナダを米国および英国の上位へと引き上げた。また、より利回りの高い債券を選好する方針および中央銀行の政策見通しを反映し、オーストラリアのソブリン債を最上位に維持する一方、日本国債とドイツ国債は引き続き下位とした。

中央銀行の政策金利見通しを比較するために、今回はOIS(翌日物金利スワップ)市場に目を向けてみる。下のチャート4は、実質的に向こう1年間の政策金利予想の平均値を表す1年物OISの推移を示したものだ。

チャート4: 1年物OISレートの推移



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9月12日~2018年3月12日

米国の1年物OISは、金利正常化に向けた米FRB(連邦準備制度理事会)の決意の固さを映し出すように、FF(フェデラル・ファンド)金利の誘導目標レンジ上限が1.5%であるのに対して1.94%となっている。これは、市場が向こう1年間で少なくとも合計0.75%の追加利上げを予想していることを示している。ま

た、こうした期待が過去 6 カ月間で着実に高まってきていることも見て取れる。

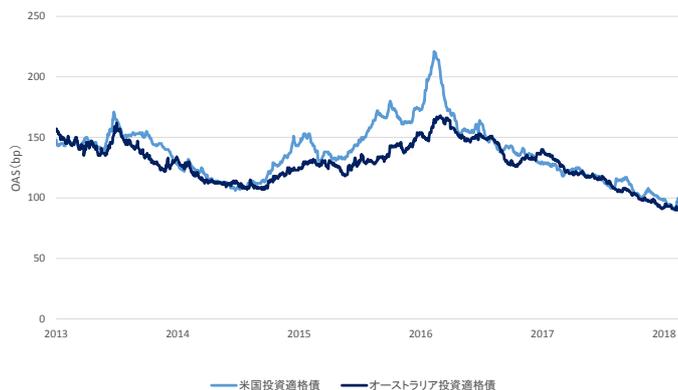
一方で、カナダの 1 年物 OIS はより変動性の高い推移を示している。翌日物金利の誘導目標予想は、昨年 12 月前半から上昇し始め、前月まで米国と同様のペースで上昇したものの、カナダ銀行が今後の金融政策の道筋をめぐる発言の中で、慎重かつ辛抱強い姿勢の必要性に言及したことを背景に、それ以降は横這いとなっている。

対照的に、同期間のオーストラリアの OIS はかなり一定しており、若干低下させている。これは、RBA(オーストラリア準備銀行)が向こう 1 年間にわたって政策金利を据え置く可能性があるとの市場予想を反映している。こうした米国とカナダ/オーストラリア間の金融政策見通しの乖離こそが、ソブリン債の現在の選好順位においてオーストラリアとカナダの両方を米国よりも上位としている根拠である。

**グローバル・クレジット**の選好順位については、バリュエーションとモメンタムのスコア変更による総合スコアの低下を要因に、当月複数の入れ替えを実施した。クレジット市場は割高な水準にあり、米国などの一部の国々がクレジット・サイクルのかなり終盤にあることは否定できない。投資適格債については、スプレッドがタイトな水準にあることから、内在するソブリンリスクの見通しが以前よりも大きな影響を及ぼすようになっている。ハイイールド債については、クレジット・サイクルの現状を考慮し、デフォルト率やファンダメンタルズがかなり安定的に推移しているものの、懸念を強めている。当月の最大の変更点は、オーストラリアの投資適格債を新たに加えたことや、米国と欧州の投資適格債の順位を引き下げたことである。

オーストラリアの投資適格債は初登場で選好順位の最上位となったが、他と比べてモメンタムが若干良好であることや、内在するソブリンリスクについてよりポジティブな見方をしていること以外には、これといった理由はない。当社では、RBA が 2018 年内は金利を据え置くものと考えている。しかし、オーストラリアのソブリン債市場は、米国やカナダの金融政策の延長線上のような金融政策を織り込んだ状態が続いている。オーストラリア経済は依然として底堅く推移しており、NAB(National Australia Bank)の最新調査によると懸念すべき兆候は見られない。企業収益は引き続き改善しているが、米国など世界の他の地域で見られるような熱気は感じられない。オーストラリア企業は、他国の企業に比べて負債が妥当な水準にとどまっており、総じて米国の投資適格債に比べるとスプレッドが底堅く推移している感がある。オーストラリア国内では豪ドル建て債券に対する需要が引き続き非常に旺盛で、特に金融セクター以外では供給が限られた状況が続いている。つまり、当面のスプレッド拡大を示唆する懸念すべき兆候が見当たらず、内在するソブリンリスクについては引き続きポジティブな見方をしているという状況だ。

チャート 5: 米国とオーストラリアの投資適格債の OAS(オプション調整後スプレッド)比較



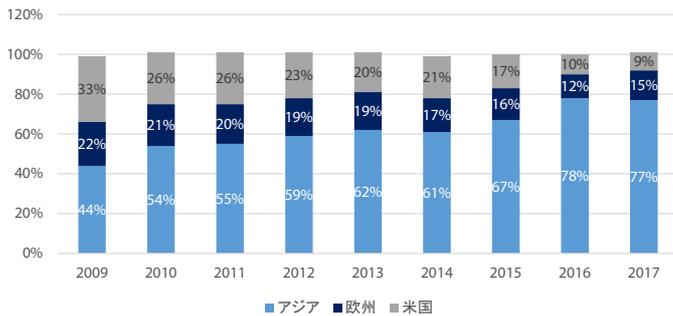
出所:信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成  
期間:2013年1月2日~2018年3月7日

オーストラリアとは異なり、アジアや米国の企業収益見通しやファンダメンタルズ改善についてはかなり期待感を持っているが、同様に現実的なさらなるスプレッド縮小余地については疑問視している。なお、米国債は利回り上昇が続くと予想しており、米ドル建てのクレジットにはより慎重な見方をしている。アジアの投資適格債は、金利感応度が相対的に低く、よってさらなる金利上昇時のリスクがより低いことから、米国の投資適格債よりも選好順位を上位に変更した。また、米国はクレジット・サイクルのかなり終盤にあり、クレジット・リスクがより大きい状況にある。

アジアは、世界経済成長の恩恵をより有利に享受できるものと考えられ、発展のごく初期段階にある高成長国へのエクスポージャーを提供する。アジア地域は、クレジットの新規発行額の対 GDP 比率が先進諸国とそれほど大きく変わらず、その GDP 規模、延いては債券市場規模が拡大を続けると予想される。これによってアジア域内のクレジット市場の厚みや流動性が増し、景気循環の影響を強く受ける銀行融資への依存度が低下することで、経済成長が一段と支えられると見られる。

過去 2 年間において利回りを追い求める「イールド・ツウリスト」からの需要が旺盛だった米国とは異なり、アジアのクレジット市場は外国人投資家による保有率が依然低く、現地投資家による保有率が 70%を超えている。このように国内勢からの旺盛な需要が手伝って、ここ数年間は発行額が記録的水準で推移してきた中でもスプレッドが拡大してこなかった。アジアの富が増大していることに加え、ホーム・バイアスがありアジア域内の貯蓄・投資先を選ぶ傾向があることから、こうした現地需要は引き続き強まる可能性があると考えられる。アジアの投資適格債は、過去水準に比べて割高感があるものの、デュレーションやクレジット・クオリティを加味すると、米国の投資適格債よりも魅力度が高いように見受けられる。

チャート 6: アジア・クレジットの発行市場の投資家内訳



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:2009年~2017年

日本の投資適格債は、純粋にスプレッドという観点では魅力度が高いように見える。スプレッドに割安感がある唯一のクレジット市場であるものの、ドルヘッジによるプラス寄与分を加味した場合でも総利回りは比較的低水準で、日銀の量的緩和縮小によって混乱が生じる事態となれば、それに対するプロテクション効果は限定的だ。欧州の投資適格債については、モメンタムがネガティブに転じたことから、選好順位がさらに低下した。ECB(欧州中央銀行)による量的緩和縮小は、今すぐに実施されるわけではないが、2つの点において欧州の投資適格債に打撃を与える可能性がある。それは、社債購入規模縮小によるスプレッド拡大と、ソブリン債購入規模縮小による債券利回り上昇である。これを受けて、大方の投資家はよりクオリティの低いハイイールド債に投資するようになっている。

ハードカレンシー建て新興国債券は、中南米諸国のバリュエーションが改善したことや、全体のバリュエーションおよびモメンタムが中立的な水準を維持したことから、選好順位が上昇した。スプレッドの観点からは、ハードカレンシー建て新興国債券についてかなりポジティブな見方しているが、内在する米国債利回りをめぐるリスクについては同様に懸念している。一方で、このセクションの議論の対象からは外れるが、新興国は実質利回りが相対的に魅力的であり、また金融政策サイクルのより有利な段階にあることから、現地通貨建て新興国債券の方を選好すべきことは明らかである。

## コモディティ

コモディティは、バリュエーションとモメンタムがともに魅力的であり、ポジティブな見方を維持している。マクロ環境は引き続き良好で、インフレの加速、供給の抑制、需要の増加、そして引き続きコモディティと強い逆相関関係にある米ドルの軟調さなどが追い風となっている。

## 通貨

前月、依然割安感があり、モメンタムが改善している日本円の選好順位を米ドルの上位へと引き上げた。当月は、日本円の順位を最上位へとさらに引き上げる一方、豪ドルの順位を2つ引き下げてユーロおよび米ドルの下位とした。

豪ドルについては、金利差の縮小と世界貿易をめぐる懸念が組み合わさり、足元で見通しが悪化した。貿易はオーストラリア

のGDPの40%程を占めることから、通商政策をめぐる米国と他国との最近の小競り合いを受けて、市場参加者が豪ドルの見直しを見直したことも不思議ではない。

チャート 7: Citi 交易条件指数と豪ドルの推移



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3月13日~2018年3月9日

それに加え、豪ドルは交易条件との相関性が強い(チャート7参照)。2017年の後半には交易条件の改善が豪ドルの追い風となり、1豪ドル=81米セントをわずかに上回る水準まで上昇したが、より最近では交易条件が悪化し、追い風から逆風へと変化している。

## プロセス

リターンを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