

# Evolving Markets

## focus

グローバル投資展望  
2015年6月30日

### 2015年中にFRBによる3回の利上げを見込むにもかかわらず株式のオーバーウェイトを継続

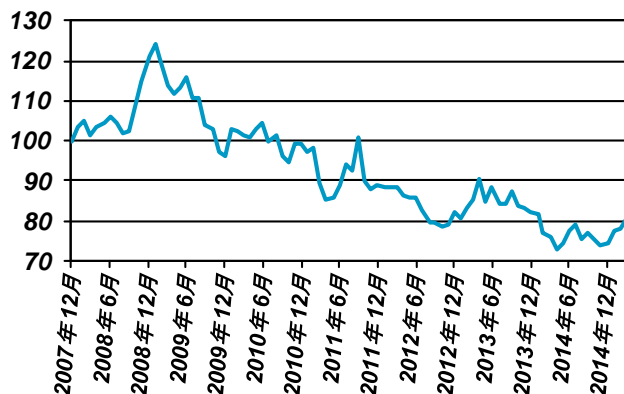
本レポートは、先日行われた当社のグローバル委員会(GIC)は先日開催した会合での結果を踏まえた当社の最新の見通しを紹介するが、それにはFRB(米連邦準備制度理事会)による2015年中の利上げの回数をコンセンサスよりも多く見込んでいるにもかかわらずグローバル株式に対する強気のスタンスを継続することも含まれる。特に、米国、日本、アジア太平洋地域の株式を引き続きオーバーウェイトとし、欧州株式を引き続きアンダーウェイトとする。一方で、グローバル債券については、特に米ドルでの投資の場合これまでにないほど投資妙味に欠けると考える。

これに続き、1) この10年間続いた努力が実を結んだことによる日本企業の収益性の記録的な上昇基調、2) 当社マルチアセット運用チームによる、FRBによる利上げが世界にどのような影響を与えるかの論考について述べる。

本レポートが読者の方々の関心に沿った有益な情報であることを願ってやみません。

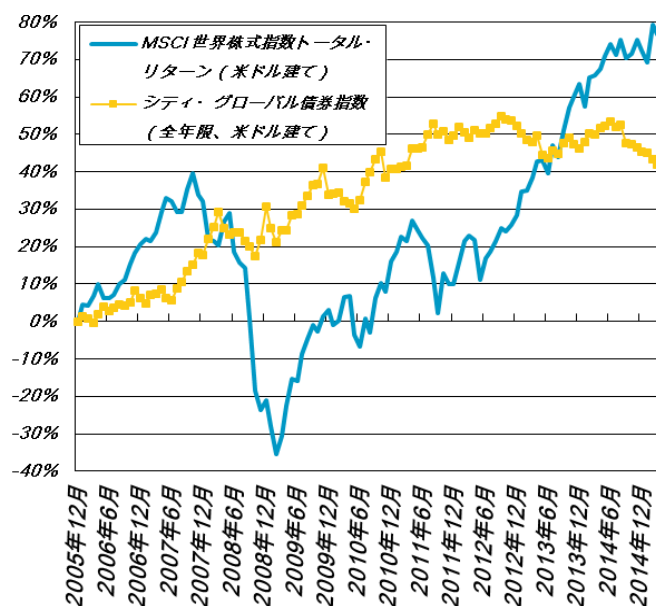
#### MSCI 日本とMSCI ワールド(日本を除く)のパフォーマンス比較

2007年12月=100; 2015年6月24日までのトータル・リターン(米ドルベース)



出所: ブルームバーグ

#### 2005年以降のグローバル資産のリターン(米ドルベース)(2015年6月24日まで)



出所: ブルームバーグ

### マーケットウォッチ

日本株式は円ベースで見ればリーマン・ショック以降の最高値を大幅に更新したが、米ドルベースでは4月後半にピークを付けて以降横ばいになっている。他のグローバル市場とのドルベースでの比較では、日本株式は堅調であったが、依然として大幅な上昇の余地が残されていると当社では見ている。外国投資家は、特に企業業績が引き続き力強い伸張を見せ、市場改革が実を結ぶにつれ、日本株式に強い関心を示すようになっている。確かに、国内投資家にとっても外国投資家にとっても、「FRBと戦うな」ではないが、新しいスローガンは「アベノミクスと戦うな」かもしれない。インフレ調整後の消費者所得は増加し、更なる法人税減税が予定され、環太平洋経済連携協定(TPP)は妥結する見込みで、世界経済もこの先しっかりとってくる見込みであることから、当社は株式バリュエーションは依然として極めて魅力的な水準にあり、アベノミクスは過小評価されていると考える。

# 日米欧経済は回復を続けるだろう

ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)

2015年6月25日

## はじめに

日興アセットマネジメントのグローバル投資委員会(GIC)は6月24日に会合を開き世界経済情勢および金融市場の見通しと、投資戦略に関するハウスビューのアップデートを行った。いつものことながら、懸念すべきことがいくつかあることは確か(ギリシャを含め)だが、株価の穏やかな上昇を妨げるほど深刻な問題はないと当社は判断している。特に、当社ではコンセンサスよりもFRBによる利上げが早いペースで行われると(とはいっても徐々にだが)見ており、市場のボラティリティがいくらか上昇する可能性はあるものの、テーパリングの時と同様、問題を招くことはないと思われる。読者は多くのストラテジストがテーパリングは大混乱を招く恐れがあると主張していたのに対し、実際にはテーパリングの間には、景気が比較的底堅く、インフレ率も低く、企業業績が伸張を続けたため、グローバル株式は大きく上昇したことを思い起こすであろう。今回も、当社では同様の結果を見込んでいるが、向こう一年間については相対的に安定した株式バリュエーションが継続しており、株式市場の上昇は穏やかなものだろうと引き続き考えている。

## グローバル経済の状況

(特に断りのない限り本レポートにおける日付はすべて**暦年ベース**であり、成長率は季節調整済みの年率換算値(実質、前期比)である。)

当社の見通しでは、日米欧の今後数四半期の経済成長率は現時点のコンセンサス予想並みになるだろう。特に、米国は異例の寒波と西海岸の港湾労働者のストライキによる打撃からの回復が続くと見る。ユーロ圏と日本については堅調な成長を見せるだろう。ただ、日本の第2四半期の前期比成長率は第1四半期の急伸の反動で鈍化すると思われる。中国経済については、広く知られている重大なテールリスクがいくつかあることは確かだが、コンセンサス並みの成長を遂げると見られる。

米国経済は確かに強弱、いろいろな面があるが、**実質個人消費支出は軟調だった第1四半期から回復していることは確実であり、これは今後も引き続き極めてしっかりした推移になると当社は考える**。2015年下半期(さらに、それに続く2四半期も)のGDP成長率は、個人消費と住宅建設を牽引役として2.7%(SAAR、前半期比)と予想する。一方、設備投資と純輸出は低迷が続くと予想される。雇用に関して、当社は、住宅建設と関連サービス分野を中心に給与所得額は堅調なペースで増加し、失業率は低下傾向が続くと考える。賃金に関しては、足下で伸びがやや加速しているものの、公式月次統計は過小表示の可能性があると当社は今も考えている。相次ぐストライキにより大方の大手小売企業で大幅な賃上げが行われたため、エネルギー業界関連の賃金が低下しても差し引きで容易にプラスになるだろう。

当社では米国の自動車販売台数を注視しているが、冬の間は鈍かったものの最近2008年以降最高の水準まで回復した。堅調な販売が続くと見ており、投資家は今後の販売動向に注目して欲しい。小売売上高はガソリン価格の下落によって名目ベースでは減少しているが、「実質」(インフレ調整後)ベースでは好調である。新築住宅販売軒数は回復基調にあり、住宅建築許可数は極めて好調である一方、耐久財受注は依然低迷している。特に航空機受注の落ち込みが大きかったが、その理由は燃料効率改善の必要性が(燃料価格の下落のため)なくなったことと、特に中東・北アフリカや新興国の多くの国や顧客がフリート拡大を縮減していることから、注文をキャンセルするケースが増えているためである。他の耐久財については、エネルギーや農業セクターで依然として軟調であり、この状況は今後も続く可能性が高い。

**日本経済**は、在庫投資に牽引される形だが第1四半期に回復に転じた。当社では引き続き在庫投資が第2四半期以降もわずかであるがGDPに寄与すると思われ、2015年下半期と2016年上半期にほぼコンセンサスに近い1.5%(SAAR、前半期比)の成長を見せるだろうと見込んでいる。個人消費支出も、足下の「実質」賃金の伸び率が特に最近の春闘賃金交渉により非常に高くなっていることから、好調を続けるだろう。資産効果と信頼感の向上も個人消費を(おそらく住宅建設も)下支えすると見られる。設備投資と公共投資はわずかな伸びを見せるだろうが、貿易からの寄与がどうなるかについては不透明である。インフレ率については、円安がインフレ率上昇を支えるものの、ガソリン価格が下落していることから日銀が今年中に2%のコアCPI目標を達成することは難しくなり、第4四半期のCPIは0.8%(前年比)を割り込むと見られる。繰り返しになるが、肝心なのはCPIに占める家賃のウェイトが上昇に転じるかに注目することである。

**ユーロ圏**の状況は広範囲にわたって改善を続けており、2015年下半期と2016年上半期のGDP成長率を1.9%(SAAR、前半期比)と予想する。**通貨ユーロの下落と信用状況の一定の改善が大きく寄与すると見られる**。原油価格の下落によりインフレ率は抑えられるだろうが、ユーロ圏はデフレを脱したと言える(コアインフレ率は一度もマイナスにはならなかった)。**不動産価格も上昇を続けており、これは多くの国で資産効果や住宅投資の上昇につながる**。ただし、水面下では制度全体が依然として極めて脆弱であることに留意しなければならない。ギリシャのユーロ離脱は回避されると今も考えているが、これは明らかに重大なテールリスクであり、政権交代が主要関係者の交代が必要となる可能性がある。地政学的リスクも鍵を握っていることは明白だが、ウクライナ情勢について当社は引き続き、双方とも強硬策を望んでおらず、基本的に膠着状況が続くと見ている。

# FRB が今年中に 3 回の利上げに踏み切ると見る理由

中国経済はバランスの取れた経済へ移行する過程で苦しみ続けているが、ハードランディングの様子はない。当社は中国の 2015 年下半期と 2016 年上半期の経済成長率をコンセンサスに非常に近い 6.6% (SAAR, 前半期比) と予想している。CPI は非常に低水準にとどまっており、パイプライン・インフレ率はマイナスのままである。輸出は軟調で、輸入額は主にコモディティ価格の下落により抑制されている。住宅着工件数は急速に減少していることから、今年は建設が経済の足を引っ張る可能性があるが、**住宅販売は非常に堅調である**。一級都市の不動産価格はかなり堅調だが、中級から下級の都市では大幅な供給過剰のため不動産価格は未だかなり軟調である。面白いことに、自動車販売が最近低調だが、一部のアナリストはその理由を消費者が消費するよりも株式市場に投資することを選んでいるからだとしている。しかし一方で、実際にこれが消費減速の兆候かもしれない、今後の動向を注視しなければならない。

中国政府は、経済の一部に見られる減速に対処するために機敏に行動している。これまでの住宅価格の下落によるマイナス効果の一部でも打ち消すために株式市場の上昇を醸成するにとどまらず、インフラ投資を増やし、不動産市場や地方政府による融資の規制を緩和した。重要な点は、新しい地方債市場を創設し、銀行は地方政府に融資をするよりも同市場で低利回りの地方債を購入することを奨励されている。当社では依然として今後数四半期に中国政府はさらなる改革を実行に移し、株式投資家を引き続き喜ばせるものと予想している。

最後に、鉱工業生産は環境汚染を減少させるため引き続き抑制される見通しだ。この問題の解決に向けて多大な努力が払われると、当社は (数年にわたって予想してきたように) 予想している。これはあらゆる種類の環境防止設備を提供する世界的な事業者にも、多くの優れた投資機会をもたらすだろう。

**その他の新興国**は前四半期にまずまずの安定性をもって推移したが、ブラジルは減速に苦しんだ。FRB が金利正常化を決定したことから米ドルの上昇とコモディティ価格の下落が主な逆風であった。原油価格に関しては、特にイランからの供給が増えることでわずかに下落するもののその他のコモディティ価格は概ね横ばいを続けると見ているが、**日米欧と中国の経済成長が力強さを増しつつあることから、新興国経済全体について相応に楽観的な見通しを今も持っている**。

## 中央銀行

当社は、FRB による最初の利上げを、10 月(というのがおよその市場コンセンサスであるが) から 9 月に前倒しする。さらに、コンセンサスからは離れるが、FRB にとって最も論理的な選択は、**今年中は政策会合のたびに 25bps の利上げを行うことだと考えている**。もし、好調な米国経済に牽引されて世界経済の堅調な成長が続くなら(ギリシャのユーロ離脱や地政学的危機が起こらずに)、FRB が 9 月に利上げをしないとは考え難く、また 10 月の利上げをスキップするとも考えにくい。当社では景気だけでなく株式市場や債券市場が、極端な低金利からの正常化の影響を吸収できると考えている。米国は今完全雇用の状態に近く、コアインフレ率は上昇しており、特に肝心なことは 2015 年の企業業績がボトムアップによるコンセンサス予想を大幅に上回ると見ていることである。当社では、このために米国株式市場が 10 年米国債金利の穏やかな上昇にもかかわらず堅調な推移を続けると考えている。堅調な株式市場は米国個人消費支出が好調に推移し続けるための鍵であり、それはすなわち FRB の経済見通しにもつながる。前ページでも述べたように、多くの専門家がテーパリングは危機的な状況が生むと予想したが実際には逆になり、今回の金利正常化においても同様のパターンが伺える。そこから、当社ではフェデラル・ファンドレートが年末には 0.75% から 1.00% になると見込んでいるが、この水準でほぼ正常化したら、それ以降は四半期ごとに 25bps しか利上げされないだろうと見ている。正直に言って、当社では FRB のドット・チャートにはこだわっておらず、当社の考える道筋が一番 FRB の「漸進的」で「緩和を続け」、そして特に重要な「データに基づいた」(経済が好調なら FRB は金利を上げる) というガイドラインに沿っていると考えている。FRB は政策の柔軟性を保つために、投資家が会合ごとの 25bps の利上げ(歴史的に見て標準的な利上げパターン)を期待するべきではないとわざわざ断っている。しかし、そういった道筋を否定したわけでもないし、データに基づいた政策を採るならば否定などはできない。会合ごとに 25bps の利上げをすることを期待させないようにする誘導は 2004 年から 2006 年にかけてのグリーンスパン時代の FRB に対する批判のようだが、当時は利上げのペースが速すぎると言うより、むしろ遅すぎたのであり、実際のところ今回も FRB は遅すぎる利上げについて警戒すべきである。

最後に、当社では 2016 年第 1 四半期には FRB が第 2 四半期に MBS への再投資を終了することについて市場にシグナルを出し始めると考えている。この点については FRB も報道でもほとんど触れていないが、金融界のプロはほとんどがこの可能性について認識しており、それが起こってもマイナスの反応はしないであろう。

米国インフレ率はオバマケア(医療保険制度改革)のために統計のプロでさえもフォローするのが難しかったが、当社では CPI が前年比で 9 月には 0.6%、12 月には 1.8%、来年 3 月には 2.1% に達すると見ている。コア CPI は家賃に牽引される形で底堅く、5 月には前年同月比で 1.7%、3 カ月前比では 2.5% (SAAR) であった。当社ではこれが 12 月および来年 3 月には前年同月比で 2.0% から 2.1% になると見えており、それは明らかに FRB が向こう数四半期のうちに金利を 1.0% まで引き上げるに十分な水準だろう。

# 中央銀行、インフレ率、通貨および債券見直し

日本では、原油価格の下落によってインフレ見通しが引き下げられたが、日銀に早急な追加的金融緩和を迫る政治的な圧力は弱まっている(実のところ、追加緩和をしないようにという圧力もある)。ただし、来年に追加的緩和に踏み切る可能性はいくらかある。景気は引き続き上向くであろうから、国内の景気刺激を目的とする金融緩和政策を正当化する根拠は弱まると思われる。公式なコア CPI(エネルギー価格を含む)は低く、前年同月比 0.5%程度で推移しているが、12 月には 0.8%、その後の数四半期の間には 1.1%以上にまで加速するであろう。注目すべき点としては、コア・インフレ率の重要項目である家賃は低迷を続けているが、これも上昇し始めるであろう。実際に、家賃が上昇に転じなければ、構造的にコア・インフレ率の目標達成はおおよそ困難と考えられる。また、2%の目標が心理的効果(リフレ行動の促進)を狙ったものであって、日銀は実は 1.5%で十分と考えているのかもしれない。正直なところ、当社はこの数字の方が適切な目標ではないかと以前から考えていた。

ECB については、量的緩和プログラムの開始以来当社が述べているように、2016 年 9 月末までこのプログラムを維持することは難しいだろう。とはいえ、向こう 2 四半期については問題はなく、また、ギリシャの離脱が起こらない限り、今年 ECB がほかの政策をとるとは考えがたい。しかし、ECB がその成功の宣伝を続けるにつれ、文言はより中立的に受け止められるようになるだろう。これにより、ユーロが急激に下落することはないだろう。消費者物価上昇率に関しては、ここ数カ月コンセンサスを上回っており、ベースとなる月の水準が低いいため、12 月には 1.0%近くまで上昇するだろう。ただし、1) 家賃の上昇、2) 小売業者による値引率の縮小、さらに最も重要なこととして、3) ユーロ圏外から輸入に及ぼす影響などの上昇圧力が存在している。CPI はその後、2016 年第 1 四半期に 1%を超え、第 2 四半期に 1.6%近くまでに上昇するだろう。コアインフレ率については、現在の前年同月比 0.9%から年末までに 1.4%までになると思われる。テールリスクは当然のことながらギリシャであるが、当社はギリシャが改革について妥協すると見ており(政権交代後かもしれないが)ECB の対応は必要ないと考える。ギリシャが改革と緊縮財政を止めるということになれば、欧州の他の国々の有権者も神妙になるだろうが、周辺国の景気と雇用が回復すれば(当社はそのように予想している)、それが最大の要因になってユーロ圏に対する懐疑的な見方は後退するだろう。

イングランド銀行(BOE)については、英国のインフレ率は低いものの穏やかな景気回復が見込まれることから、2016 年第 1 四半期と第 2 四半期の 25bps の利上げを引き続き見込んでいく。

地政学面では、ウクライナでの膠着状態が続き、いずれの側も過剰な攻勢をかける意思はないと引き続き予想する。制裁や報復が世界経済に大きな影響を与えようとは予想していないが、緊張関係は続くと思われる。ロシア経済は日米欧に大きく水をあけられている。イラクにおいても、いずれの側も敵の領域を支配できないため事態の硬直化が予想される。その他のリスク(中国の領土主張攻勢、北朝鮮、中東・北アフリカの社会不安、新興国の政治抗争など)も時として市場に不安をもたらすだろうが、危機を招くことはないだろう。イランに関しては、交渉が予定通りにまとまると見られる。

これにより、原油の過剰供給懸念が高まると見られ、サウジアラビアが原油価格を支えるための努力を行っても、ブレント原油は 12 月末には 61 米ドルまで下落し、その後も低水準で推移すると予想する。正直なところ、前四半期に世界の石油在庫が大幅に積み上がる中で原油価格が下落しなかったことには驚かされた。原油の投機筋は、中東危機が起こることを期待していたようだ。この先については、日米欧および中国の景気回復が思わしくなければ、原油は大幅に下落すると予想される。世界経済が良好な中でも、部分的には米ドルの上昇のために、その他のコモディティ価格は横ばいのみであろうと当社は見ている。

## 債券および通貨水準の目標

当社は日米欧の債券利回りが上昇することを予想はしたが、3 月の GIC 会合時の予想以上に上昇した。それは主に、欧州でデフレの恐れが収束したことと米国経済の見通しが回復したことが理由である。利回りは今後 2 四半期間、さらに穏やかに上昇すると予想する。米 10 年国債に関する当社の 9 月末の見通しは 2.50%であり、日本 10 年国債とドイツ 10 年国債の見通しはそれぞれ 0.50%と 0.90%である。オーストラリア国債は 3.1%に上昇すると予想する。当社のこれらの国債の年末の予想はそれぞれ、2.65%、0.6%、1.0%、3.2%である。これは(当社の為替予想値を考え合わせると)クーポン収入を含めたシティグループ WGBI(世界国債インデックス)の 6 月 19 日の基準日から 12 月末までの米ドルベースのリターンが-3.6%になることを意味する。よって、当社は米ドルベースの投資家に関しては、グローバル債券に対して明るい見通しを持っていない。しかし円安予想(下記を参照)のため、円ベースでは若干良く、-0.3%となることが見込まれる。日本国債については、12 月末までの円ベースの 10 年債の目標リターンを-1.3%としており、日本の投資家は日本以外の国債を選好するとみている。ただし、円ベースでわずかにマイナスのリターンとなるが。

FRB が正常化に向かっているのに対して日本が大規模な金融緩和の姿勢をとっていることに加え、日本の貿易収支が赤字であることと海外金利が上昇していることを勘案し、引き続き円が今後数四半期にわたり下落すると予想している。現時点で当社は、9 月末は 1 米ドル=125 円、12 月末には 127 円になると予想している。アジア太平洋地域の他の国を見ると、米ドルが全面的に穏やかな上昇基調にあることから、人民元は 12 月末時点の対米ドルレートは現在と同水準、豪ドルについては 12 月末時点で対米ドルは 0.75 まで弱含むと予想する。

ユーロについては、ユーロ圏の引き続き大きな経常黒字が ECB の大規模な量的緩和プログラムによって覆い隠され、ユーロは穏やかに下落する公算が大きい。当社の推定値は 9 月末で 1 ユーロ=1.10 米ドル、12 月末で 1.07 米ドルである。すでに述べたように、近いうちに ECB の文言からハト派的ニュアンスが大幅に減っていくだろうと当社では見ており、インフレや経済見通しが好転していることも相まってユーロが対米ドルで急激に下落することはないであろう。

# 地域別株式および資産クラスの GIC 予想

## 株式

当社の予測するグローバル株式に関するマクロ環境は概ねプラスだが、ボラティリティは高いものになるだろう。実際、GIC は 6 月 19 日を基準日とする各国の予想を総合し、MSCI ワールド（トータルリターン）指数が 9 月末までに米ドルベースで 1.3%（円ベースでは 3.1%）、12 月末までに 6.9%（円ベースでは 10.6%）上昇する（いずれも年率換算せず）と予測している。これらは目下の低金利環境では、特に円ベースの投資家にとって極めて魅力的な上昇である。当社は 2011 年 9 月以降、グローバル株式をオーバーウェイトとしてきたが（ただしニュートラルとした四半期も一度あった）、今のところはオーバーウェイトを継続する。

S&P500 指数の PER は向こう 12 カ月のボトムアップによるコンセンサス予想利益の 17.4 倍という水準にあり、これは歴史的にはやや高いように見える。しかし、金利が 1950 年代以降のいずれの時点よりも構造的に低い水準にとどまっていることから、この水準が適正と考える。当社は、債券利回りの穏やかな上昇が予想されることからこの水準がさらに切り上がることはないと考えているが、企業収益の拡大により株価が上昇する可能性はあると考えている。その意味で重要なのは、2015 年の S&P500 指数の EPS がボトムアップのコンセンサス予想である 115 米ドルを 5%上回ると、当社では予想していることである。ボトムアップ分析が米国経済の見通しやドル高の影響により過度にネガティブになっていると考えている。また、M&A や自社株買いも EPS だけではなく、株価の上昇を助けるだろう。こういった要素全体から考えると、S&P500 指数が 12 月までに 2266 に達すると考えられる（もっとも第 3 四半期については市場が FRB の予想以上のスピードの金利正常化に適應するためにリターンが小さくなるだろう）。

ユーロ圏の株価は、当社が予想したとおり第 2 四半期には低迷したが、ユーロが米ドルに対して反騰したため、米ドルベースのパフォーマンスはプラスだった。当社では向こう 2 四半期にかけて株価が上昇すると見ているが、ユーロ安のために同地域の株式はアンダーパフォームすると考えており（12 月末までの米ドルベースのリターンが 3.4%（年率換算せず））、したがってユーロ圏についてはアンダーウェイトを継続する。

日本株式は、第 1 四半期に力強く上昇したあと、第 2 四半期にも上昇を続けたが、米ドルベースではグローバル株式とほぼ同じリターンであった。過去 10 年間になかったほどに、日本は国内投資家にも海外投資家にも評価されている。懐疑的な投資家はまだいるが、「大型の」第 3 の矢である TPP や企業業績の更なる良化（今やあらゆる業界で見受けられるが）を考えればそういった向きはさらに減っていくだろう。「数字で結果を出す」と題したレポートで長らくレポートしてきたように、当社はアベノミクスは、特に企業に関しては良好に機能しており、製造業、非製造業とも、第一四半期の税引前利益率が過去最高水準に急上昇している。したがって、アベノミクスは株式投資家にとっても非常に好ましい方向に機能しており、それは今後も変わらないと当社は見ている。実際、当社の利益予想に基づく市場の PER は 16.0 倍であり魅力的である。また、コンセンサス予想では、円安が穏やかに進行していることに加えて、世界経済が持ち直していることを背景に、利益予想が引き続き上昇する公算が高い。

したがって当社は、日本株式に関しては、12 月末の TOPIX 終値を 1753 と予想しており、これによる米ドルベースでのリターンは 5%（年率換算せず）、円ベースが 8.4%（同）となる。

要約すると、当社は、前四半期と同様に、欧州が今後 6 カ月にわたりアンダーパフォームする一方で、米国、日本およびアジア太平洋地域（除く日本）は他地域に比べ高いパフォーマンスを上げると予想する。従って、これらの地域をオーバーウェイトするスタンスをとる方針である。

## メインリスク

当社の見通しに対する最大のリスク要因はギリシャと、世界的な地政学的問題であり、当社は引き続き重大な変化に対応できる態勢を維持する意向である。同様に、中国経済や欧州経済に関連するイベントを極めて慎重に注視する必要がある。テールリスクが現実となった場合の結果は無視できるようなものにならないからだ。最後に、中央銀行の政策をめぐる懸念から、世界の債券市場が当社の予想以上に下落する可能性も想定し得ないリスクではない。

## 投資戦略の結論

当社の計算では、株式は適正水準のバリュエーションにあり、株式は以下のような要因により企業業績に沿って上昇する可能性がある。(1) 予想以上の企業収益の改善につながる日米欧（プラス中国）のマクロ経済環境の堅調、(2) 中央銀行が引き続き緩和的な政策（FRB はそれほどではないが）をとっていること、(3) インフレ率が相対的に落ち着いており、債券利回りが高騰することを防いでいること、(4) 地政学的リスクが落ち着いていること、(5) 世界的な M&A 活動の活発化、欧州と日本におけるコーポレート・ガバナンスの向上。当社はグローバル債券の利回りが穏やかに上昇するという見通しと合わせて、グローバル株式を債券に対してオーバーウェイトする見方を維持する。

# 日本の「数字で結果を出す」コーポレート・ガバナンス — 2015年6月

2015年6月3日

ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)

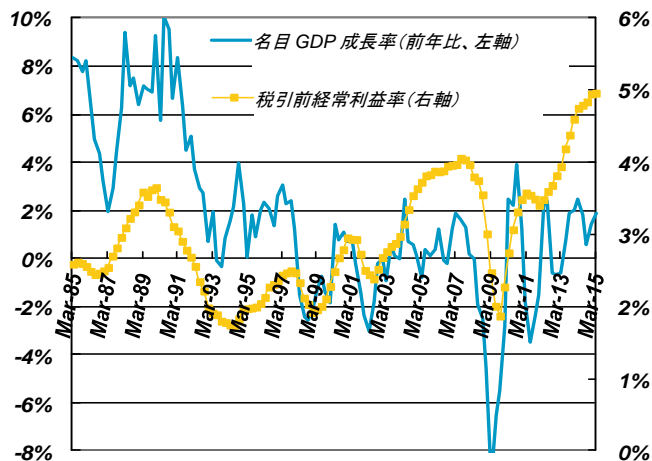
当社は収益性の向上に向けた構造的シフトに焦点を当て、日本におけるコーポレート・ガバナンスの改善状況のモニタリングを続けている。日本にとって、社外取締役の増員など、ガバナンスに関する課題の対処は中期的な観点からは非常に重要であるが、投資家は、企業が収益性に関するメッセージを10年前からほぼ理解していたということを認識することも重要である。図1に示すように、GDP成長率と利益率のトレンドには乖離があり、GDP成長率が極めて低水準に留まっていた時期でも利益率は上昇していたのである。

小泉政権時代以降、日本では多くの業界で大規模な再編が起き、各業界において大手と言われた10社近くあった企業は、より強く、より収益力の強い数社に集約された。日本ではこうした業界再編の成果が出るまでの時間は西欧諸国よりも長く、また相次ぐ危機(リーマン・ショック、中国の変調、円高、そして言うまでもなく東日本大震災)も進展を見えにくくした。しかしアベノミクスが始まって以来、世界の環境は安定しており、国内でも危機と呼ばれるようなものが発生していないことから、業界再編の努力が実を結ぶための環境は整っている。

6月1日に発表された2015年第1四半期の(非上場を含む)企業全体のデータも利益率の上昇基調が続いていることを示しており、直近4四半期の平均税引前利益率は4.96%という過去最高を記録した。大幅な法人減税や継続的な業界再編が牽引役となって、利益率は今後数四半期にわたり更に拡大し、日本の構造的な収益性上昇基調が続いていることを更に裏付けることになるだろう。また、図2から分かるように、サービス業の利益率も過去最高を記録しており、こうした改善を牽引しているのが円安効果だけではないことも注目に値する。

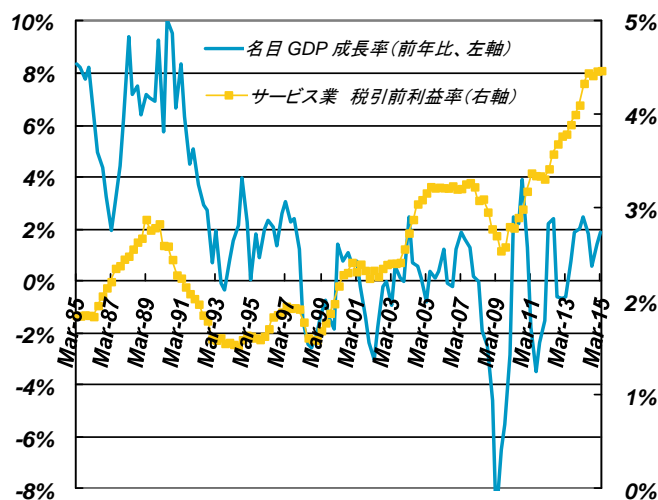
図1: 税引前利益率の4四半期平均と日本の前年比名目GDP成長率の比較

(非上場企業を含め、金融会社を除くすべての企業)



出所: 財務省、ブルームバーグ(2015年第1四半期までのデータ)

図2: 金融業を除くサービス業との比較



出所: 財務省、ブルームバーグ(2015年第1四半期までのデータ)

世界の投資家の間で、こうした構造的な収益性上昇基調に対する認識が広がりつつあるのは言うまでもない。マクロ経済的に見て日本株式の上昇には一段の円安が必要だと主張するストラテジストは依然少数ながら存在するが、世界の投資家はそうした言葉に耳を傾けるべきではない。今年の日本市場は世界の主要市場をアウトパフォーマンスしており、更なる円安が必要との主張が間違いであることは実証済みである。

# 日本の「数字で結果を出す」コーポレート・ガバナンス － 2015 年 6 月

## 結論

1. 企業再編は何年も続けられてきたが、相次いで起こった国内外の危機がその進展を見えにくくする。
2. 「数字で結果を出す」コーポレート・ガバナンス：日本企業は間違いなく収益性を考えている。
3. 東京証券取引所上場企業の配当金総額は増加傾向にあり、2013 年～2018 年の 5 年間で倍増すると予想する。
4. 4 月に行われた法人税率の引き下げに加え、アベノミクスは円相場の正常化を通じて企業決算に強いプラスの影響を与えており、一段の規制緩和は、利益率を徐々に上昇させると見られる。
5. 人口動態と GDP 成長率の間には関連性があるが、オートメーション化と高い効率性を持つ国は、このマイナス要因を完全に克服できる（当社 2014 年 12 月 11 日配信レポート「人口動態の迷信を打ち砕く（Debunking Demographics）」を参照）。前頁の図からも分かるように、たとえ日本の名目 GDP 成長率がほぼ横ばいでも、生産性の改善や、多国籍展開を通じて世界の経済成長を取り込むことにより、日本企業の利益は大幅に拡大する可能性がある。

# 米国の利上げはリスク資産の重石となるか？

2015年6月5日

ロバート・サムソン(マルチ・アセット担当シニア・ポートフォリオ・マネージャー)

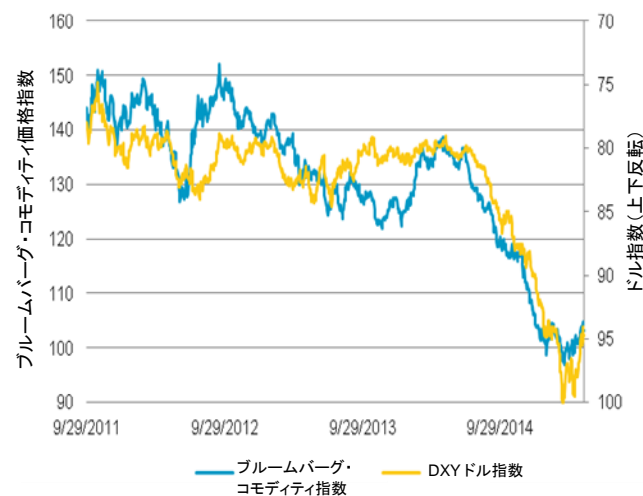
米国が年内(または来年前半)に利上げを開始した時、他国との金融政策の方向性の違いを原因として2014年と同じように米ドルが上昇し、コモディティその他のリスク資産の重石となるのではないかという懸念がくすぶっている。昨年の調整の背景に多くの強力な原因があったことは明らかだ。本稿では、政策転換やコモディティの需給関係といった視点で昨年の調整を検証し、そうした調整の原因が再び起きる可能性を評価する。最後に、2014年に債券利回りが大幅に低下したことを踏まえ、たとえ小幅な利上げであっても市場の予想以上に長期金利が上昇するリスクについて検討していく。

## 中央銀行の政策転換

2008年に世界金融危機が勃発して以来、各国中央銀行は、直接的には資産購入をもって、間接的には流動性の供給を通じて資産価格を支えてきた。各国中央銀行は昨年、金融政策を大きく転換させたが、ここでは政策転換そのものがボラティリティを高め、価格の変化のペースを速めることに寄与したかどうかを考えてみたい。

図1は、コモディティ価格と米ドル相場を比較したものである。両者は一般的に逆相関の関係にある。米ドルは2014年6月から2015年1月にかけて異例の上昇を見せ、その反面、コモディティは下落した。米ドルが強含んだ主な原因は、他国との金融政策の方向性の違いや、米国経済が比較的堅調だったことであり、一方、コモディティ価格が軟調となった原因は、供給過剰と需要の低迷にある。しかしながら、この2つの相場がこれほどまで急速かつ同時に動いた背景には、レバレッジをかけた投機筋による大規模なポジション解消があったと推測される。昨年米国が量的緩和(QE)の規模を縮小し始めてから欧州がQEプログラムを開始するまでの間における、各中央銀行のバランスシートを検証し、この大規模なポジションの解消を、流動性支援の一時停止という要因によって部分的に説明できるかどうかを見ていこう。

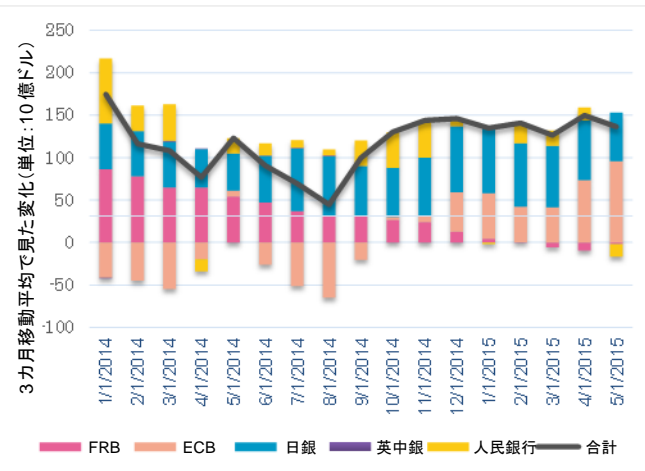
図1: コモディティ価格と米ドルの比較



出所:ブルームバーグ

図2は、3カ月移動平均で見た世界の主要中央銀行のバランスシートの増減を表したものである<sup>1</sup>。上方向の棒グラフはバランスシートの拡大を、下方向は縮小を表す。

図2: 世界各国の中央銀行のバランスシートの増減(為替レートを一定とした場合)



出所:ブルームバーグ

2014年1月から8月までの間、バランスシートの拡大ペースは1月の月間約1,750億米ドル相当から8月の500億米ドル相当未満まで鈍化している。FRB(米連邦準備制度理事会)によるQEプログラムの段階的縮小は十分に予期されていたものの、そのほかに、それほど理解されていない2つの要因があったと推測される。



# 米国の利上げはリスク資産の重石となるか？

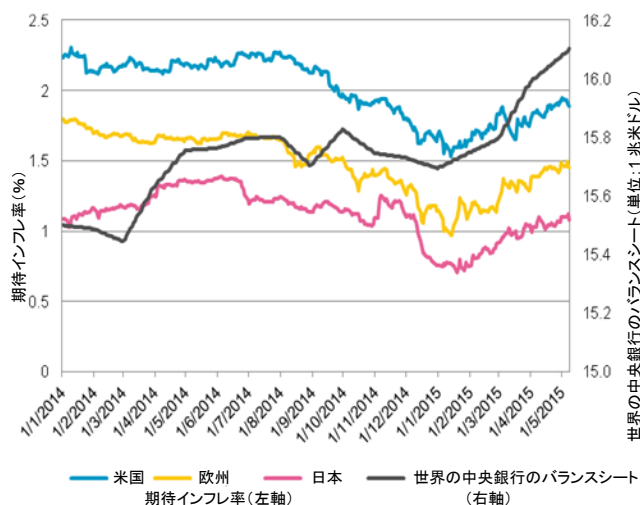
第一に、2014年1月～9月にかけて ECB(欧州中央銀行)のバランスシートが大幅に縮小したことが挙げられる。2014年後半から2015年2月にかけて LTRO(長期資金供給オペ)プログラムに基づく銀行への与信1兆ユーロ以上が期限を迎えたことを受けて ECB は別の融資プログラムを実施に移した。しかし銀行による LTRO 資金の返済額がそれを上回ったため、ECB のバランスシートは予想以上に縮小した。

第二に、中国人民銀行(中央銀行)のバランスシートの拡大ペースが鈍化した。資産購入(QE)または直接融資(LTRO)を通じてバランスシートを拡大させた他の中央銀行とは対照的に、人民銀行のバランスシートの規模は、国の経常収支と資本フローによって変化した。経常収支は黒字が続いているものの、2014年には資本収支が黒字から赤字になり、バランスシートの拡大ペースが低下する原因となった。

こうした出来事が別々に生じていれば、市場はもっと易々とその影響を吸収できたかもしれない。しかし一緒に起きたため、流動性供給の引き揚げは市場に大きなインパクトを与え、それぞれの中央銀行は思い切った対策を取った。中国では、2014年秋になる頃には、金融緩和が株式市場を支え、また純資本流出を削減し、その結果人民銀行のバランスシートが拡大した一方、ECB は QE 期待の高まりがバランスシートを支えた。また2014年10月末には日銀が QE の大幅な規模拡大を発表している。

バランスシートの拡大ペースは各国通貨建てで見ると加速しているにもかかわらず、米ドル換算で見ると、各国合計では縮小している。図3は、バランスシート(各国合計)の水準と日米欧の期待インフレ率(10年ブレイクイーブン・インフレ率)を比較したものである<sup>2</sup>。一般的には、各中央銀行はバランスシートの拡大を通じてインフレ期待を高め、実質金利を下げて景気を後押ししようとしているとするが、米ドル高の進行がバランスシートの拡大を打ち消し、引き続きインフレ期待の重石となっているように思われる。

図3:期待インフレ率と世界各国の中央銀行のバランスシート(米ドル換算)の比較

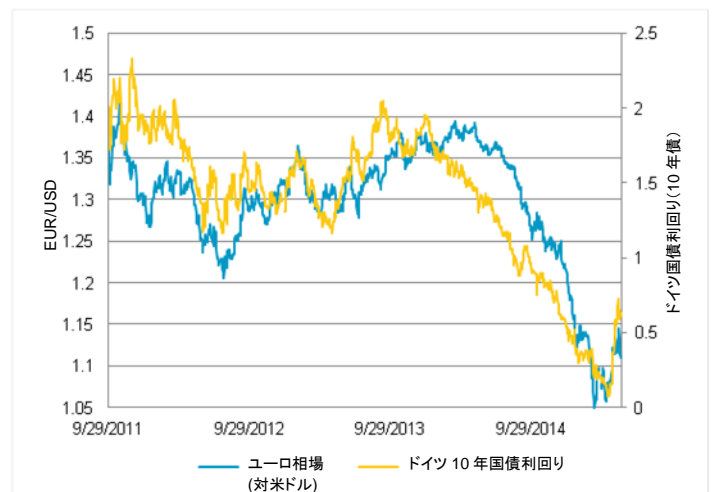


出所:ブルームバーグ

今年2月以降、バランスシートの拡大ペースが加速し、米ドル相場とコモディティ価格が落ち着きを取り戻したことを受け、期待インフレ率は再び高まり始めた。

最近になって利回りが上昇した背景には、期待インフレ率の高まりと米国の利上げ予想がある。しかし欧州債券金利の変動の大きさと速さから見て、2014年のドル高局面でコモディティが下落した時と同様、ポジション調整が利回りの低下と最近の債券売却の動きに拍車をかけたことが推測される。図4は、ユーロ相場とドイツの国債利回りの関係が、米ドルとコモディティの関係と同様に密接な関係があることを示している。

図4:ドイツの国債利回り(10年債)とユーロ相場の比較



出所:ブルームバーグ

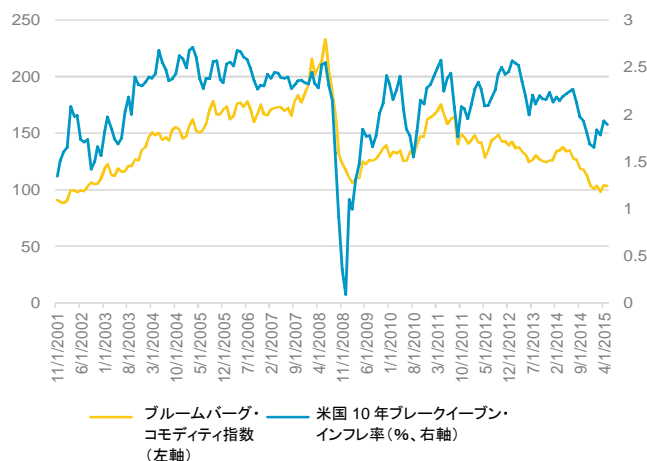
全体として2014年には、各国が金融政策を転換して流動性供給を縮小したことが、様々な市場で大規模なポジション調整をもたらしたように思われる。現在、金融政策は全体的に景気拡大を目的とした安定的なものであることから、米国の利上げによって2014年のようにボラティリティが高まるリスクは抑制されている。流動性の低下は確かにポジション調整のきっかけとなったかもしれないが、根本的には、コモディティ、その他の資産価格の変化は需給関係の悪化を反映する動きだった。

次に、コモディティ価格は需給環境の改善によって支えられるのか、それともFRBの利上げに押され、現行水準から更に調整が入るのかを考えてみる。

# 米国の利上げはリスク資産の重石となるか？

## コモディティの需給環境

図 5:ブルームバーグ・コモディティ価格指数と米国期待インフレ率(10年ブレイクイーブン・インフレ率)の比較



出所:ブルームバーグ

コモディティ(特に原油)価格が下落した主な原因は、供給過剰と需要拡大ペースの鈍化にあった。需要面に関して言えば、中国と欧州ではしばらく前から金融は引締め気味であった。中国は金融引き締めによって過度の与信拡大と好ましくない資金配分の抑制を意図していたのに対し、ECB は従来型 QE を通じてバランスシートを幅広く拡大するためのコンセンサスを作り上げることに腐心していた。

2014 年半ば以降、中国は政策をますます景気刺激型へとシフトしており、金融緩和政策のほか、信用緩和を目的として LGFV 債の切り替えを容認したことも重要である。一方、ECB は 2014 年後半、QE プログラムに対する支持を取り付け、2015 年に入りそれを実行している。こうした中国や欧州での動向や、原油価格の下落を背景とした予想される消費需要の拡大は世界的な需要回復という歓迎すべきサイクルに入ることを示唆している。

とは言え、金融危機前の水準を下回る需要拡大のペースに世界が適応しようとしてはいるものの、過剰生産能力が今も問題である。長年過剰投資を続けてきた結果、生産能力は、景気循環に基づく需要回復では補えないペースで拡大し続けることが予想される。工業用資源に対する中国の需要は今後もかなり低迷した状態が続くと見られ、エネルギーは今も大幅な供給過剰の状態が継続している。

全体的に需給が弱いことには変わりはないが、景気循環に伴い需要がある程度持ち直していることや、現在のコモディティ価格が極めて低水準にあることは、FRB による利上げ開始後の更なる値下がり食い止めるかもしれない。

市場における流動性増と需要の回復は更なる下落から市場を守る支援材料となるかもしれないなか、ここでは長期債金利の上昇リスクについて以下で考察する。

## 債券金利に対するリスク

米国が利上げに着手した際に懸念されるのは、米国と実質的に他のほとんどすべての国との間で金融政策の方向性の違いが一段と拡大し、そのため米ドルが再び強くなるのではないかという点である。歴史的に見ても、金利差の拡大と為替の動きの間には強い関係がある。

しかしながら、とりわけ既に大規模な調整が済んでいることを踏まえれば、今後の比較的小規模な利上げによって為替相場が大きく調整するとは考えにくい。

最大のリスクは、長期金利が市場予想を上回って上昇することであろう。国債価格はしばらく前から非常に割高な状態にある。実質金利はここ数年間に縮小し、期待インフレ率は過去の水準と比べれば今でもかなり低い。昨年のデフレ・ショック以来インフレ期待は正常化しつつあるが、FRB による利上げ着手により、この傾向が継続するだけでなく、加速する可能性さえある。

各国中央銀行による幅広い流動性供給と、景気循環に伴うある程度の需要回復が、FRB の利上げに伴う下落圧力から市場を守る要因となるであろうことは既に述べた。しかしながら、この同じ要因は、期待インフレ率と、ひいては債券金利を引き続き上昇させる力を持つ。仮にいったん利上げを行った後で方向転換を強いられることになった場合、信頼性を著しく損なうおそれがあるため、FRB は早期の利上げに慎重である。賃金上昇圧力が高まっている証拠はいくつかあり、FRB が実際に利上げを実行した際、市場は期待インフレ率は、より幅広く認識されているインフレ圧力に見合う水準まで一段と上昇する可能性がある。

## 結論

今後 FRB が利上げを実施した際、2014 年と同じように、各国中央銀行の政策の方向性の違いを原因とした資産下落圧力が強まる可能性は低い。2014 年には、金融緩和政策の転換によって事実上流動性ギャップが発生したことを背景に米ドルが上昇し、コモディティ価格の下落が発生することとなった。今日の各国中央銀行は、全体的に、そうした相場下落を回避するのに十分な流動性を追加している。コモディティ価格は供給過剰と需要低迷を理由に大きく調整していたものの、下落した価格を背景とした景気循環による需要回復が見込めることから、一段の下落は抑制できるかもしれない。

長い間の低金利維持後の小幅な利上げは、金融政策の正常化に向けた妥当な措置と言えるだろう。しかしながら、中央銀行によって人工的につくられてきた債券価格が市場の手に委ねられることになった場合、市場がどう反応するかはまだ分からない。現在の実質金利と期待インフレ率は、極めて低い成長率と低インフレ率が今後も長期にわたり続くことを示唆している。市場見通しはもっと複雑なものとなる可能性が高く、市場でそうした議論が取り上げられるようになった時、債券市場にはボラティリティが戻ってくると見てよいだろう。

脚注 1: バランスシート上の資産に為替が影響しないよう固定相場を前提とする。  
脚注 2: 図 2 は固定相場でのバランスシートであるが、図 3 は現在のドル換算でグローバルのバランスシートである。

当資料は日興アセットマネジメント アメリカズ・インクが市場環境等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(以下「当社」)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もありません。また、当資料に掲載する内容は、当社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・完全性について当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。尚、資料中の見解には当社のもので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 アメリカズ・インクは当社のグループ会社です。