

# Evolving Markets

## focus

グローバル投資展望  
2015年9月30日

### グローバル株式は中立とするが、日本と欧州には強気

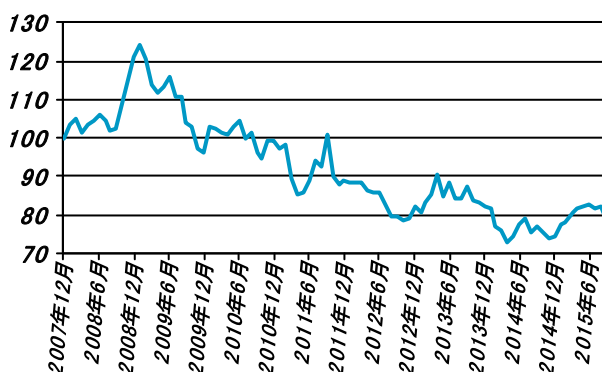
本レポートは、当社グローバル投資委員会（GIC）の先日の会合を踏まえた最新の見通しを紹介するが、この中で日本と欧州市場については楽観的な見通しとする一方で、グローバル株式に対するスタンスを中立に変更した理由について述べる。また、FRBがコンセンサス予想よりも若干タカ派的姿勢を維持することについての当社の見解と主要先進国のマクロ経済見通しを紹介する。当社は、特に米ドルベースで見た場合、グローバル債券の投資妙味は小さいとの見方を変えていない。したがって、米ドルベースの投資家向けにはグローバル債券を引き続きアンダーウェイトとする。

これに続き、1) 中国における金融業界の革命、2) 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、3) 量的金融緩和(QE)終了後の世界のバリュエーションに関するグローバル株式ヘッド、ウィリアム・ローの考察について述べる。

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。

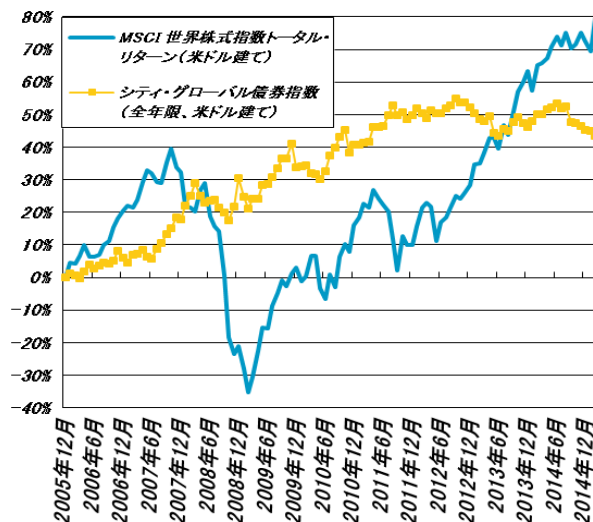
#### MSCI 日本と MSCI ワールド(日本を除く)のパフォーマンス比較

2007年12月を100、2015年9月17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9月17日まで)



出所:ブルームバーグ

#### マーケットウォッチ

日本株式はこの数カ月間、グローバル株式をわずかにアンダーパフォームしたが、年初来では、円と米ドルのいずれかで換算してもプラスのリターンとなり、グローバル株式を大幅にアウトパフォームしている。日本と他の市場との違いを際立たせている要因は、2015年の企業業績予想が日本では上昇基調を維持しているのに対し、世界の他地域では低下していることである。日本企業の収益はコーポレート・ガバナンスの向上と円安による恩恵を受け、かつ米国や欧州とは異なり原油価格やコモディティ価格の下落がマイナス要因となっていない。外国人投資家は日本から一部資金を引き上げているものの、TPP交渉が決着すれば、日本の生産性向上と太平洋沿岸諸国との貿易拡大につながる重要な改革となることから、「アベノミクスと戦うな」というスローガンが復活すると見られる。一方、バリュエーションはこれまで以上に魅力的な水準にあり、配当利回りは債券やキャッシュの利回りを大きく上回っている。さらなる法人税減税が予定されていることも忘れてはならない。

# 日米欧経済は比較的堅調を維持する見込み

2015年9月24日

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト

## 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9月17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。今回の会合はいつにも増して難しいものであったが、実際にはどの会合も決して簡単なものではない。ユーモアを交えて言えば、メジャーリーグの名コーチ、ヨギ・ベラの言葉のとおり、「予測することは難しい、未来についてはなおさらだ」である。さらに今回の会合が開催された時期は、当社を含めて世界中が中国市場の混乱という不意打ちを受けた直後であり、この混乱によって6月中旬のGICで示したFRBによる数回の利上げとグローバルリスク市場の上昇基調継続という予想は実現が難しくなった。明るい点としては、6月時点で予想した日米欧の2015年下半年のGDP成長率は現時点におけるコンセンサス予想とほぼ同じである。

## 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、今後数四半期の日米欧経済はますます好調な成長を続け、基本的に現時点のコンセンサス予想並みとなるだろう。ただし、いずれの地域も重大な課題に直面する可能性がある。

**確かに米国経済は依然として強弱まちまちの状況が続いているが、実質個人消費支出は大方の期待ほどの力強さはないもののがかなり堅調である。**この好調は今後も続くと思われるが、在庫は上半期に大幅に増加しており、今後数四半期の経済成長率の低下要因になる恐れがあることから、米国が2015年第4四半期~2016年第1四半期のコンセンサス予想である2.6%(季節調整済み年率換算(SAAR)、前期比)を実現するには、最終需要が大幅に増加する必要がある。実際にこうした理由から、低調な設備投資や純輸出に伴い、第3四半期のGDP成長率はネガティブサプライズになる可能性がある。予想を上回る要因があるとすれば、それは住宅価格の上昇による税収増加を背景とした地方政府の支出拡大であろう。

雇用に関して、当社は、雇用者数は堅調なペースで増加し、失業率は小幅な低下傾向が続くと考える。賃金に関しては、足元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は優にプラスになるだろう。

当社は、米国の個人消費支出を押し上げる重要な要因として、米国自動車販売台数を依然注視しているが、これは現在高水準にあり、今後大幅な増加は見込めず、その他の財・サービスへの支出が米国経済の鍵を握ると考える。

小売売上高は全般的にガソリン価格の下落のため、名目ベースでは今後数カ月にわたり前月比マイナスとなる可能性がある。これによりデフレ論者は懸念を強めるかもしれないが、ガソリンを除く売上高は、「実質(インフレ調整後)」ベースでも堅調を維持する見込みである。新築住宅販売件数は回復が続き、住宅建設許可件数は非常に好調だが、航空、エネルギーおよび農業セクターをはじめとする資本財受注は依然として低迷しており、この状況は今後も続くと思われる。

**日本経済は、在庫が増加したにもかかわらず、第2四半期の成長率は予想を下回った。**主な問題点は、賃金が期待したほど上昇しなかったことから実質個人消費支出が低調であったことと、純輸出の不調である。エコノミストの間では、在庫がGDP成長率を大幅に引き下げる要因になるとの予想が大勢を占めているが、2009年以降、在庫は大幅に減少しているため(米国ではこの間大幅に増加している)、当社はこうした悲観的な見通しには正当な根拠がないと考える。したがって、当社は2015年第4四半期~2016年第1四半期の経済成長率をほぼコンセンサス予想に近い1.5%(SAAR、前半期比)と予想する。9月以降、「実質」賃金の回復が見込まれることから(特にガソリン価格の下落によりインフレ率が非常に低水準にとどまると見られるため)、個人消費支出は若干の持ち直しが予想される。現在の安保関連法論議が終われば、資産効果と信頼感の向上が個人消費支出を(おそらくは住宅建設も)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2%のコアCPI目標を達成することは難しくなり、2016年第1四半期のCPIは前年比0.2%と予想する。食品とエネルギーを除くCPIは前年比約0.6%にとどまる見込みである。これまでと同様、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。

**ユーロ圏の状況は改善を続けており、向こう2四半期の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引き続き大きく寄与すると見られるが、中国など新興国に起因していると思われる輸出の鈍化が現れ始めている。原油価格の下落により今後しばらくの間、インフレ率は若干のマイナスが続くものの、コアインフレ率は一度もマイナスにはなっておらず、前年比1%近くを維持すると見られる。欧州中央銀行(ECB)が最近指摘したように、**不動産価格は上昇を続けており(これは当社のソート・リーダーシップの取り組みにおける長年のテーマである)、多くの国で資産効果や住宅投資の増加につながる。**ただし、水面下では経済のシステム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、債務プログラムの実行は困難を伴うことから、テールリスクであることは間違いない。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はいずれの側も強硬策を望んでおらず、当社は引き続き、基本的に膠着状況が続くと見ている。

# FRB が 10 月およびそれ以降に利上げに踏み切ると見 る理由

中国経済はバランスのとれた経済へ移行する過程で苦しみ続けているが、全面的なハードランディングの様子はな<sup>い</sup>。確かに足元の株式市場と人民元のボラティリティは同国の安定性について確信を揺るがすものであったが、当社は中国の向こう 2 四半期の経済成長率を、コンセンサス予想をやや下回る 6.4% (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。興味深いことに自動車販売は最近低調である。これは消費減速の重要な兆候であるため、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。株式市場の安定化に努めることに加え、インフラ投資を増やし、不動産市場や地方政府に対する融資規制を緩和した。政府は新設した地方債市場の拡大を引き続き推進し、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。

最後に、鉱工業生産は公害防止の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)見ている。これはあらゆる種類の公害防止設備を提供する世界的な事業者によ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、ブラジルは深刻な減速に苦しんだ。強い米ドルとコモディティ価格の下落が主な逆風要因であるが、政治的な問題も急拡大している。新興国市場の企業が抱える外貨建て(特に米ドル建て)の社債および銀行借入は注視すべき要因である。特に後者は比較的簡単に返済を迫られる可能性が高いためである。このところ、格付機関はしばしば国債の格付引き下げに連動させてすぐに社債の格下げを実施する傾向が強い。特にブラジルにはそのような多額の負債を抱える企業が多い。

## 中央銀行

当社は、FRB による利上げ開始予想を 9 月(6 月の GIC 会合で 10 月から 9 月に前倒した)から 10 月(コンセンサスは 9 月の利上げから突如 2016 年年初に変わったが、それよりも早期)に変更する。6 月時点ではグローバル市場に関する当社の過度に楽観的なシナリオに基づき、追加利上げに対する FRB のタカ派的姿勢を予想したが、現在では FRB は会合 2 回につき 0.25% のペースで利上げを続けると予想している。FRB は足元の世界的な混乱を憂慮し、利上げの時期を誤ったことを後に厳しく非難されることを恐れ、グローバル市場が安定化してグローバル経済の減速を誘発しないとの確信を得るためにもう少し時間が必要と判断したに過ぎないと当社は考える。FRB はすべてのリスクを防御することは不可能であることを理解しており、「ゼロ金利政策から脱却」することを強く望んでいる。当社は 10 月末までに状況は利上げ実施に十分な安定性を取り戻すと予想する。10 月の会合で最初の利上げが決定される可能性があることは市場に周知されており、イエレン FRB 議長は通常の記者会見よりも面倒がおきにくいことから、電話による記者会見を望んでさえいる。12 月は休暇シーズンの直前であり、最初の利上げを行うタイミングとしては理想的ではないが、10 月に利上げが行われなかった場合は、12 月に実施される可能性が高いことを付言する。

特に原油価格の一段の下落が原因でインフレ率が減速していることから、FRB は原油価格がある程度安定化してから実施したいものと考えていると当社は推測している。実際に、米国インフレ率はオバマケアのために統計のプロでさえも把握するのが難しかったが、原油価格の下落により、CPI は前年同月比で 12 月に 0.4%、来年 3 月に 1.5%になると当社は見ている。ただ、コア CPI は Shelter(住居費、宿泊費)に牽引される形で底堅く、12 月と 3 月には前年同月比で 1.9%に達する見込みである。これは明らかに FRB が追加利上げを実施するのに十分な水準だろう。一言言い添えると、当社はインフレ予想に CPI を使用している。その理由は、PCE デフレーターはしばしば大きく改定され、過去に FRB 高官を困惑させる要因となっていたが、CPI は大幅に改定されたことがないためである。

当社は当面、FRB がバランスシート縮小に着手する正確なタイミングを予想するつもりはないが、現時点で、2016 年第 2 四半期に開始することが最も合理的と思われる。いずれは、議会で共和党指導部が FRB に資産の削減を強く迫ると思われるが、興味深いことに、FRB に強硬姿勢を示すシェルビー上院議員は先頃、反刺激策の立場を変え、利上げは「難しい決断」だとして、前回の会合で FRB に利上げ圧力をかけることはなかった。



## 米ドル高と債券利回りの上昇を予想

日本では、原油価格の下落によってインフレ率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、選挙と TPP 交渉が近づくと、追加緩和回避の政治的圧力も依然としてある)。ただし、来年は追加的緩和に踏み切る可能性はいくらかある。景気はやや上向きに転じると予想され、国内景気を刺激するという目的での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 0.1%程度、エネルギー価格も除くコア CPI は前年同月比 0.7%程度で推移している。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。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よそ困難と考えられる。また、2%の目標は心理的効果(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る。

向こう 2 四半期は ECB の量的緩和プログラムの遂行に問題はなく、今年も ECB が他の手段を講じることはない、引き続き当社は見ている。FRB 同様、ECB はグローバル市場と新興国経済を注視しているが、危機が深刻化しない限り、早急に行動をとる予定はなさそうである。原油価格の下落のため、この先数カ月間の消費者物価上昇率は低下するだろう。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) ユーロ圏によるユーロ圏外からの輸入価格上昇の影響などの物価上昇圧力が存在している。CPI はその後、2016 年第 1 四半期に前年同月比で 1%を超え、コアインフレ率は、現在の前年同月比 0.9%から年末までに 1.1%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、やはり当社はギリシャが最悪の事態を回避して、少なくとも短期的には再建案を実行に移すものと考え。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おとなしくなるだろうが、欧州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)、それがユーロ圏に対する懐疑的な見方を後退させる最大の要因になるだろう。

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～第 2 四半期に 25bps の利上げを引き続き見込んでいる。

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るとは予想していないが、緊張関係は続くと思われ、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、事態の硬直は続くと思われる。米国とロシアは ISIS のシリア支配を阻止するために今は協力しているように見えるが、誤算は常につきまとう。その他のリスク(中国の領土主張攻勢、北朝鮮、中東・北アフリカ情勢、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、危機を招くに至ることはないだろう。

原油については、イランが既に大量のコンデンセートを生産しており、世界的な在庫水準が非常に高いなか、この先原油輸出が増加すると(他の多くの OPEC 諸国の生産過剰も含めた)供給過剰の懸念が続くだろう。米国の生産量は遂に減少し始めたが、ブレント原油は 12 月末には 47 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。6 月時点で当社は、在庫が高水準を続ける中で原油価格が上昇したことは驚きであり、63 米ドルから下落すると予想したが、その下落幅は当社の予想をはるかに上回った。過剰な財政赤字を恐れるサウジアラビアが米国のシェール産業に対して「勝利宣言」を行い、原油価格について強気の発言をし始める可能性は無きにしも非ずだが、現段階ではその兆候は見られず、またそのような予測をするアナリストもいない。その他のコモディティ価格については、米ドル上昇の影響も受け、さらに若干下落するだろう。

### 債券および通貨

当社は、日米欧の債券利回りは上昇すると予想していたが、6 月の GIC 会合時の予想水準には至らなかった。利回りは今後 2 四半期の間、さらに穏やかに上昇すると予想する。米 10 年国債の 12 月末における当社見通しは 2.35%であり、日本 10 年国債とドイツ 10 年国債はそれぞれ 0.45%と 0.8%である。オーストラリア国債は 2.9%に上昇すると予想する。これらの国債の 3 月末における当社予想はそれぞれ、2.50%、0.65%、0.9%、3.0%である。これは(当社の為替予想値で計算すると)クーポン収入を含めたシティ WGBI の 9 月 11 日から 12 月末までの米ドルベースのリターンが -2.0%、3 月末までのリターンは -3.3%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の視点からは、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、円ベースではこれより若干良く、12 月末までのリターンが 0.0%、3 月末までが -0.5%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 10 年債の目標リターンを -0.8%、3 月末までのリターンを -1.6%と見ており、日本の投資家には日本以外の国債を薦める。ただし、それでも、3 月末までのリターンは円ベースでわずかにマイナスとなるが。

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、12 月末は 1 米ドル=123 円、3 月末には 124 円になると予想している。米ドルが全面的に穏やかな上昇基調にあり、コモディティ価格が穏やかに下落していることから、豪ドルは 3 月末時点で対米ドルが 0.70 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 12 月末で 1 ユーロ=1.10 米ドル、3 月末で 1.08 米ドルである。

# グローバル株式をニュートラル、米国をアンダーウェイト、日本と欧州をオーバーウェイトとする理由

## 株式

当委員会の予測するマクロ環境に基づくグローバル株式は、米国が下落である一方で他の地域は上昇というまちまちのシナリオであるが、ボラティリティは非常に高いものになるだろう。GICは9月11日を基準日とする各国の予想を総合した結果、MSCIワールド(トータルリターン)指数は12月末までに米ドルベースで0.4%下落(円ベースでは1.6%上昇)するが、3月末までに1.9%(円ベースでは4.7%)上昇する(いずれも年率換算せず)と予測している。この米ドルベースでの上昇率は、円ベースの投資家以外の投資家にとってはグローバル株式に積極的な姿勢をとるほど魅力的なものではない。当委員会は米ドルベースの投資家にとっては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(ただしニュートラルとした四半期も一度あった)が、現在はニュートラルのスタンスが適切であると考えられる。

S&P500の12カ月予想PERはボトムアップによるコンセンサス予想利益の16.5倍という水準にあり、これは歴史的には高いように見える(個別企業のオプションのコストを全額費用として計算すると、おそらくPERはさらに1ポイント上昇するだろう)。また、金利は構造的に低いものの、債券利回りは上昇が見込まれる一方、企業収益見通しは軟調であるため、株価水準は若干切り下がると当社は見ている。実際、原油価格が急激に下落し、新興国経済の多くがさらに減速している(通貨も対米ドルでかなりの下落を伴う)状況下で、米国の企業収益は以前の予想ほどは増加しないと当委員会は予測している。こうした要素全体から考えると、市場がFRBの金利正常化に適應することで、S&P500指数は12月末までに1897になり、3月末までには1935になると予想する。

ユーロ圏の株価は、低調だった2四半期の後、企業収益の増加と地域経済の成長が続いていることを要因として反発するだろう。当社は米ドルに対しユーロは弱含むと予想しているものの、12月末までの米ドルベースのリターンは2.9%、3月までのリターンは5.1%(いずれも年率換算せず)と考えており、これまで2四半期はアンダーウェイトで成功してきたが、今回オーバーウェイトに転じる。

日本株式については、株価水準の劇的な低下を見せた第3四半期の低迷の後、今後2四半期は企業収益を要因に市場は上昇すると予測している。第一に、最も重要である第3の矢の一要素であるTPPが今後進展すると考えられ、改革の継続に対する信頼度が高まっていく。日本経済はそれほど力強くないかもしれないが、投資家を大きく心配させるほどではないだろう。「数字で結果を出す」のレポートで繰り返し申し上げてきたように、当社は、アベノミクスは、特に企業にとり有効に機能していると考えており、事実、製造業、非製造業とも、第2四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14.0倍と魅力的である。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、世界経済が小幅に持ち直していることを背景に、利益予想は引き続き上昇する公算が高い。

当社は、日本株式に関しては、12月末のTOPIX終値を1560と予想し、これに基づく12月末までのリターンは5.9%、3月末までのリターンは8.5%(いずれも年率換算せず)となる(米ドルベースでは12月末が3.9%、3月末は5.5%(同)となる)。

アジア太平洋地域については、香港株式の低迷(MSCI香港指数はほぼ完全に中国本土企業以外の株式で構成)が続くと予測している。これは米国金利の上昇と同地経済状況によるものである。オーストラリア株式については、当委員会は強気な見方をしている。

要約すると、当社は、今後6カ月は日本と欧州がアウトパフォームする一方、米国はアンダーパフォームすると予測しており、したがって米国株式は大幅なアンダーウェイトのスタンスをとるのが妥当と考える。日本を除くアジア太平洋地域は結果がまちまちであるため、若干のアンダーウェイトに止める方針である。

## メインリスク

目下最大のリスクは、新興国市場の経済成長であるが、ギリシャや世界の地政学的リスクも依然として重大である。新興国市場では、米ドル建て債務を抱える企業は、特に信用格付低下も予想される中、クレジット・リスクに注意を要する。また、多額の債務を抱える米国のシェール・オイル企業も原油価格が反発しない限り、今後数四半期著しく悪化する可能性が高い。これが米国の経済成長にも影響し、既に石油業界の低迷は第3四半期のGDP成長率が予想を下回るリスクとなっている。

## 投資戦略の結論

当社の計算では、グローバル株式は概ね適正水準のバリュエーションにあり、欧州、日本およびオーストラリアでは株価は上昇する可能性がある。しかし、米国についてはそれほど楽観視しておらず、特にボラティリティの高まっている最近の状況下では、グローバル株式に全般的に積極的になる意味はないと考える。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併せて、米ドルベースの投資家にとってのグローバル株式への姿勢をニュートラルに後退させ、グローバル債券を米ドル建てキャッシュに対してアンダーウェイトとする。



# 中国におけるフィンテックの進化

2015年8月28日

ピーター・モンソン、シニア株式アナリスト

中国では現在の金融システムの非効率性に対処することを目的にフィンテック(Fintech; 金融テクノロジー)の活用と普及を推進している。中国政府はフィンテック分野のイノベーションと計画的な実験を奨励しているが、規制当局はその動向を注意深く監視する必要がある。他国は過去に幾度も経験したことが、金融業界のイノベーションは将来的に問題を招く可能性を孕んでおり、実際にそうなることが多いからだ。

イノベーションが生まれているのは、預金代替商品、与信、データ・アナリティクス、決済など様々な従来型の銀行業務分野である。消費者および中小企業(SME)セグメントでこれほどのイノベーションが実現したのはクレジットカードの発明以来であるが、この現象は全世界に広まっており、厳しい規制要件や政府による奨励が業界を後押ししている。

これは中国の既存の銀行にとって何を意味するのだろうか。中国では進化しつつある与信に関する業界の枠組みの中に「各業態それぞれ強みとする分野」があると当社は考える。大手銀行が重点的に投資銀行業務の強化に乗り出す一方で、より小規模な銀行はSME向け戦略やデジタル戦略の策定、富裕層の資産運用ビジネスの強化を積極的に進めている。データ・アナリティクスや個人信用情報事業の大きな進歩は、透明性とリスク・プライシングの改善に役立つものであり、最終的には金融システムにおける与信の質の改善と株式リスク・プレミアム低下に貢献するであろう。

一部の大手インターネット企業は、消費者、SME およびマイクロファイナンスの各分野(現時点で銀行のサービスが十分に行き届いていない分野)で主要なプレイヤーになるであろう。当社はフィンテックと緩やかながらも関係がある数多くの新規ニッチ事業には注意を払っている。まだ真価が実証されておらず、利益も上げていないビジネス・モデルに多額の資金が流入しているからだ。こうしたリスクは決して中国だけに限らない。

## 背景

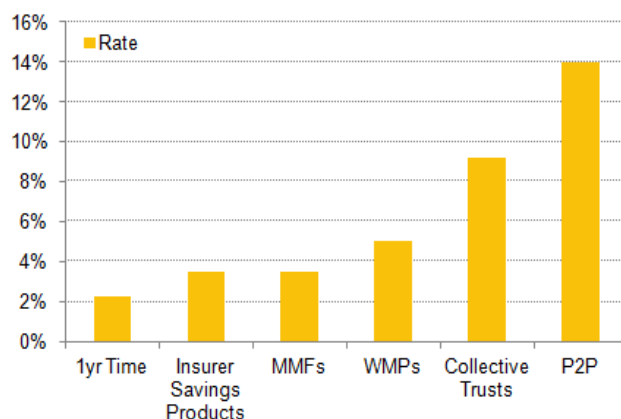
なぜ、今こうした状況が生じているのか簡単に述べる。前回、インターネット・ブームの際、先進諸国の小売業界や音楽業界には収益性と既存のビジネス・モデルを根底から覆すような変化が訪れた。今日の先進諸国では、前回のインターネット・ブームの最中および直後には見られなかったことが2つある。

- 2008年の世界金融危機発生後、銀行業界に厳しい規制が課されたこと。
- 先進諸国市場の政策金利がゼロ近くまで低下したことで、投資の運用利回りが低下し、利回りを追求する潤沢なグローバルな資本フローが発生していること。

中国では長期間にわたり金融自由化が徐々に進んでいるため、事情は若干異なる。過去の事例を見ると、金融自由化は既存の銀行に陰での競争をもたらすことが多い。今回のケースが特異なのは、このことがインターネット時代に発生しているという点である。

- **預金金利**は、他の短期投資商品の利回りよりも低い状態が続いている。以下のグラフは、現在、市場での個人向け金融資産の利回りを示したものである。中国では依然としてこうした金融商品の多くを「保証」することを認めているため、個人投資家は無リスクであると考えている。しかし、すでに信託商品に見られるように、これらの商品の普及が進めば、この状況は変わると当社は考える。

## 個人向け金融資産別運用利回り(%)



出所: 各銀行のレポート、金融商品提供会社、BofAML のデータを基に日興アセットマネジメントが作成

- **信用配分** — 概していえば、依然として中国は国家主導型、中央指令型の信用供与型の経済である。大手銀行は、今も無リスクと見なされている国営企業(SOE)向け以外の貸付には消極的である。融資を渴望するSMEや民間企業は、代替的な資金調達チャネルを探すことを余儀なくされている(これが信託商品、ピア・ツー・ピア融資(P2P)、理財商品(WMP)の登場につながっている)。
- **政策** — 中国政府は様々なセクターでイノベーションが生まれることを望んでいるが、中でも期待しているのは、インターネット革命による非効率的な業界における改善である。信用配分は中国におけるそうした非効率性の1つである。そこで政府は、主にSMEおよび個人向け貸付に焦点を当て、民間銀行5行の新設を認可した(このうち2行はインターネット銀行(テンセント傘下のWebankとアリババ傘下のMYbank)で、残る3行は従来型銀行)。テンセントが設立したWeBankは、2015年1月に正式に営業を開始した中国初のインターネット銀行である。李克強首相は同行の設立セレモニーに自ら出席することでこうした動きの重要性を強調し、その後初の融資の最終承認を行った模様である。

# 中国におけるフィンテックの進化

## フィンテックの進化と従来型銀行にとっての意味

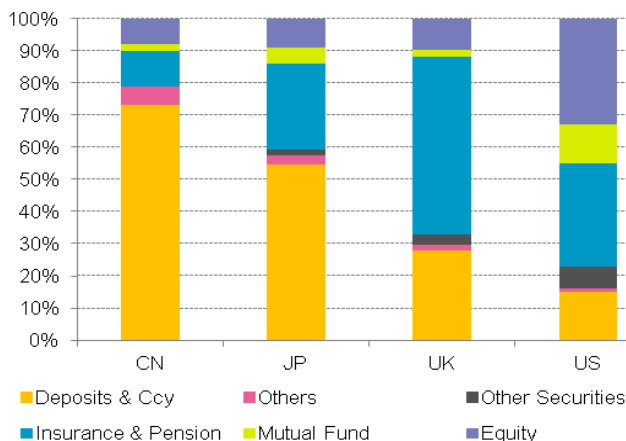
フィンテックには様々な分野があるが、従来型銀行と競合する以下の4つの分野に限定して説明する。

- 預金フランチャイズと預金代替商品
- 与信
- データ・アナリティクス、マネジメントおよび信用リスク
- 第三者決済

### 預金代替商品

この分野での競争は避けられない。現在、預金フランチャイズ（当座預金口座または普通預金口座の大半が企業または個人のメイン口座）を有していない銀行、もしくは預金代替商品（WMP や保険など）に注力していない銀行は、資金調達コストが非常に大きく上昇する恐れがある。WMP、MMF、信託商品、貯蓄型保険商品および株式、インフラ、PE ファンドの登場により、幅広いリスク特性を有する様々な預金代替商品が個人投資家に提供されるようになった。ただ、まだ家計のバランスシートは、金融自由化前の日本や米国と同様、銀行預金への比重が圧倒的に高い。現在の米国の場合、銀行預金が家計の金融資産に占める割合はごくわずかである。

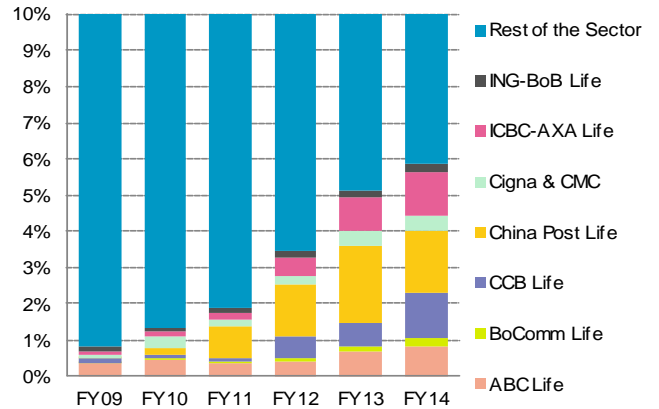
### 世帯の金融資産（不動産を除く）－ 2013 年末時点



出所: ゴールドマン・サックスのデータを基に日興アセットマネジメントが作成

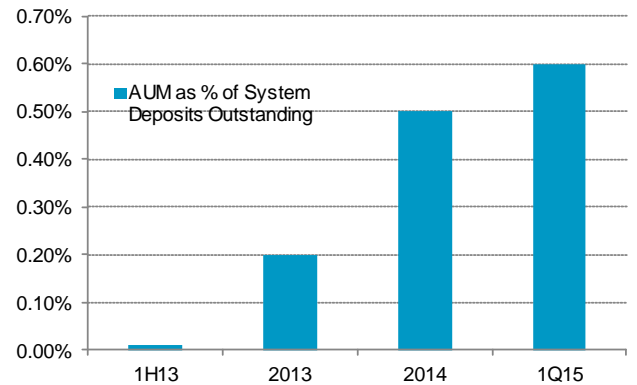
わずかな比率を占めるに過ぎなかった預金代替商品は急速に拡大しており、その中には銀行が積極的に販売推進をしている商品もあれば（WMP、バンカシュアランス）、現時点ではインターネット事業者やその他の金融機関のみが提供している商品もある（MMF）。

## 生命保険の市場（保険料ベース）シェア



出所: シティバンク

## アリババの MMF: 余額宝



出所: シティバンク

特に、多くの銀行が国営企業である中国では、インターネット企業が従来型銀行よりも低い預金金利（あるいは銀行と同等の金利）を提示しても、個人投資家の資金を集めることは困難だと当社は考えている。一部の銀行の資金調達コストが有利な状況は今後も変わらないだろう。その場合、貸手としてのリスク許容度に差異が生じるため、銀行は低リスクの顧客を対象とすることが可能になる。銀行はインターネット銀行やニッチ銀行（インド、米国をはじめとする多くの国の協同組合や専門金融会社など）へ資金を提供することになることもあるかもしれない。

## 与信 － インターネット銀行と従来型銀行

インターネット銀行は無担保消費者ローンと民間企業／マイクロファイナンスに焦点を当てているが、与信額全体に占める割合はそれぞれ 4%と 9%に過ぎない。理由の1つは当局による指導に従っていることであるが、高い資金調達コストも重要な理由である。現在、インターネット企業はインターバンク市場や債券市場で資金調達を行っているが、そのコスト（4～6%）は銀行預金金利（平均 2%未満）を大幅に上回る。資金調達コストが制約となって、金利スプレッドが魅力的でない住宅ローンには参入していない。

# 中国におけるフィンテックの進化

現在、相対的にリスクの高い無担保消費者ローンおよびマイクロファイナンス/SME セグメントには、従来型銀行はサービスを提供していない(そのため、以前は様々な分野のシャドー・バンキング・システムが台頭した)。SME/民営企業/消費者向け貸付分野は、今後 5~10 年により大きな成長が見込まれる。インターネット銀行は、現在は「陰の貸付」を新たな正規のチャネルに移行させることによって「陰に光を当てる」手段の 1 つとなり、ひいては金融のシステムリスクを引き下げる役割を果たすと思われる。この分野には、従来型銀行とインターネット銀行のいずれにとっても与信事業の機会が豊富であるが、それぞれ異なるサブ・セグメントで事業を展開するであろう。

## アジアの他地域 – 銀行はより正式な役割を担う

効率性が低い市場であるほど、フィンテックを活用する機会が多いと当社は考えている。広い国土を持ちながらも銀行制度が十分に発展していない国では、フィンテックの普及によるメリットは大きい。アジアの場合はインド、インドネシア、フィリピンなどであり、3 カ国合計の人口は 15 億人に達する(世界の人口の 21%)。フィンテックの普及で重要な役割を担っているのは通信事業者である。ケニアではボーダフォンの MPesa 決済システムが幅広く受け入れられ、金融インクルージョン(銀行口座が持てない人に各種の金融サービスを提供)の一助となっている。

インドでこの分野に投資する民間銀行は、大きな利益を得る可能性がある。テクノロジーによって、店舗や人件費を増やさずに農村市場への進出を強化することが可能になるためだ。これは政府が推進する金融インクルージョンにも寄与する。インドネシアとフィリピンにも同様の人口動態的および地理的な特性が当てはまるが、銀行や政府が有意義な検討を重ねていることを示す証拠はほとんど見当たらない。

## データ・アナリティクス、マネジメントおよび信用リスク

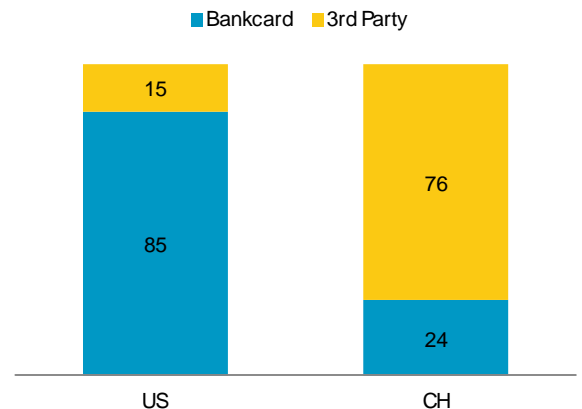
長期的に見て、この分野は銀行にとって信用リスク管理を向上させ、コストおよび収益面の効率性を改善させるなどの大きな付加価値となる可能性があり、最終的に銀行セクターの株式リスク・プレミアムを低下させると当社は考えている。

各国銀行規制当局は、与信判断、リスク管理機能の強化、資源(および業界のデータ・フィード)の効果的な配分において「ビッグデータ」を活用することを金融システム全体の目標とすべきである。当社は、中国が個人信用情報報告(スコアリング)企業の設立準備を 8 社に認可したことに注目している。これらの企業は将来的に中国版 Experian(英国の信用情報・与信管理・マーケティング情報会社)あるいは Equifax(米国の消費者信用情報会社)となる可能性があり、消費者セグメントにおける信用配分の改善を通じてセグメント全体のリスク・プレミアムを低下させる効果が期待できる。唯一の問題は、個人信用情報を銀行などの与信事業者がいかに円滑に広めるかである。現在、こうした情報は民間金融機関やインターネット事業者がほぼ独占的に管理している。

## 第三者決済事業者

これは比較的わかりやすい。銀行は敗北を喫したのである。かつては銀行も一定の役割を果たしていると考えられていたが、最新のデータを見る限りアリババとテンセントの 2 社がこの分野を独占するものと見るべきと考える。ゴールドマン・サックスの調査によると、取引総額に占める第三者決済の割合は、米国の 15%に対して、中国ではすでに 75%を超えている。

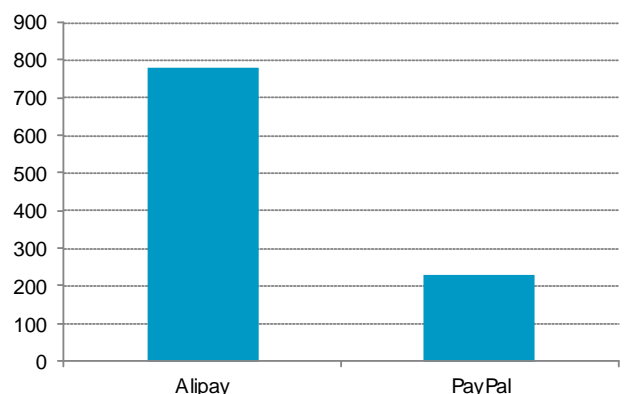
## インターネット・ショッピング決済の決済手段別比率(%)



出所:ゴールドマン・サックス

Alipay の総決済金額(TPV)に比べると、PayPal の決済金額は極めて小さい(PayPal は米国/海外の比率が 50/50 である点には留意)。

## 総決済金額(10 億米ドル)



出所:ゴールドマン・サックス



# 中国におけるフィンテックの進化

## 結論

インターネット革命が金融業界に到来しており、現行の金融システムやビジネス・モデルの非効率性を浮き出しにしている。中国の場合、金融自由化と金融セクターのインターネット革命が同時に進行している。進化しつつある中国の信用枠組みには「各業態が共存できる」と思われる。大手銀行は投資銀行業務への集中を高める必要があり、小規模な銀行は資産運用やデジタル戦略に注力せざるを得なくなる。インターネット事業者は無担保消費者ローンと SME 向け貸付の分野で支配的勢力になると思われる。

消費者および SME セグメントでのこれほどの金融イノベーションは、クレジット・カードの発明以来であるが、規制当局は将来の問題発生を確実に阻止するためにその動向を注意深く監視する必要がある。

こうしたイノベーションは、リスク管理機能を強化し、陰の金融活動を正規の規制を受けるセクターへと移行させ、最終的に中国株式の株式リスク・プレミアムを低下させる可能性があるという点で、結論とすれば正しい方向性にあると当社は考える。

# 日本の「数字で結果を出す」コーポレート・ガバナンスー 2015年9月

2015年9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

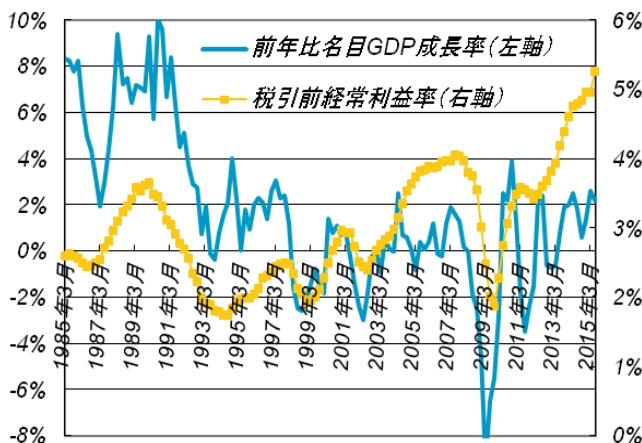
日本企業が安倍政権に後押しされる形で収益性の向上に焦点を当てていることは日本株投資家にとって極めて重要である。こうした動きは「数字で結果を出す」コーポレート・ガバナンス(当社が日本におけるソート・リーダーシップの取り組みの中で長年強調してきたポイント)を「一段と進める」ものである。日本にとって、社外取締役の増員など、ガバナンスに関する最近の課題への対処は中期的な観点からは非常に重要であるが、投資家にとって重要なのは、実際には企業が収益性に関するメッセージを10年前からほぼ理解していたということを認識しておくことである。右上の図に示すように、GDP成長率と利益率のトレンドには乖離があり、GDP成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、日本ではほぼ全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企業は7社から3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欧米諸国よりも長く、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。

9月1日に発表された2015年第2四半期の(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5.26%という過去最高を記録した。継続的な業界再編とコスト削減が牽引役となって、利益率は今後数四半期にわたりさらに拡大すると予想される。また、右上の図から分かるように、サービス業の利益率も過去最高を更新しており、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。

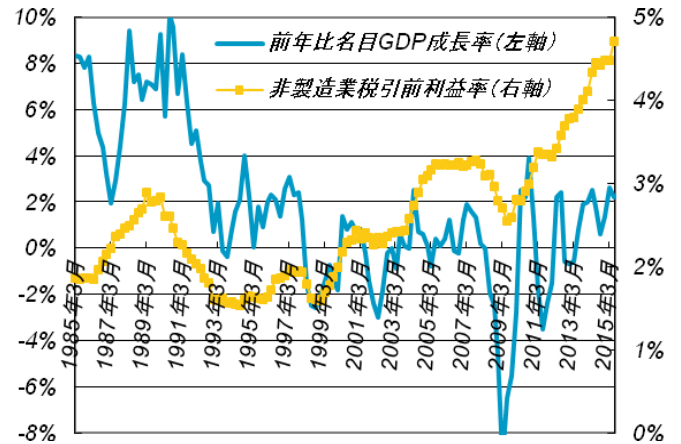
## 税引前経常利益の直近4四半期平均と日本の前期比 名目GDP成長率の比較

(非上場企業を含め、金融を除くすべての企業)



出所:財務省のデータを基にブルームバーグが作成(2015年第2四半期までのデータ)

## ...およびサービス業(除く金融)との比較



出所:財務省のデータを基にブルームバーグが作成(2015年第2四半期までのデータ)

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が、依然として日本に懐疑的な見方をする専門家も少なくはない。だが、第2四半期の利益率が大きく上昇したことで、少数になりつつあるこうした懐疑派の疑念も後退するものと見られる。そのため、多額の海外資金は今後も日本株式市場に流入する可能性がある。

## 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している。
2. 「数字で結果を出す」コーポレート・ガバナンス:日本企業は以前にも増して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月の法人税率引き下げに加え、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成長率と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打ち消すことができる(当社のレポート「人口動態の迷信を打ち砕く」を参照)。左下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あっても、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増加する可能性がある。

# 金融緩和終了後のバリュエーション

2015年9月17日

## ウィリアム・ロー、グローバル株式ヘッド

ここ数年、株式市場は上昇を続けたが、適正株価はどの程度なのか？ いつもながら、この問いに正確に答えるのは難しいが、如何なる回答にせよ、この間にバリュエーションがかなり上昇したという事実を考慮する必要がある。PERの上昇は今後の利益成長とそのボラティリティーが大幅に改善したことを示しているはずだが、市場は現在、企業収益が本当に増加しているのか、あるいは、実際はQEが引き起こした超緩和状態によって単に株価が上昇しているにすぎないのかを見極めようとしているようだ。

### 堅調な米国

世界経済の成長見通しについては依然としてまだ模様であるが、大部分は民間部門の投資動向に連動している。米国や英国などでは、最近の成長率の上昇、資金調達コストの低下、および繰延需要によって、企業の景況感が改善しているが、その他の地域は精彩を欠いており、家計消費も依然低迷している。消費低迷の要因として、ITによる生産性向上、ロボットの實用化、フルタイム雇用の減少、および輸入品との競争激化により労働分配率(GDP比)が低下し、その結果、賃金上昇率が鈍化していることが挙げられる。

現在、最も成長見通しが明るいのは米国である。FRBは金融政策の正常化を進める方針であり、利上げ観測が強まっている。米国は他の大半の主要先進国よりも高い成長率を示してきたため、当社は米国内経済活動の回復の恩恵を受ける企業を模索してきた。しかし、こうした堅調な経済成長により金融緩和が将来的に実施される可能性が低下しているほか、イノベーションにより国内のエネルギー生産量が増加している。これらの要因は意図しない結果を生む可能性がある。

1つ目:FRBのバランスシートが安定化したことで、資本の避難先としての米ドルの魅力が他の通貨よりも高まった(米国以外の地域は通貨安で経済的な魅力がない)。その結果、米ドルは上昇し、現在、オフショアで米ドル建て債券を発行した企業や国にとり大きな負担となっている。自国通貨が(対米ドル以外で)下落した国では米ドル建て債務の負担がさらに上昇しており、負担を軽減する必要性が高まっている。その結果、さらに資本逃避が起こり、自国通貨安が一段と進むという自己完結的な負のスパイラルが発生している。こうした特徴は、現在多くの新興国に現れている。

2つ目:コモディティ価格に下落圧力がかかっていることである(中国で成長のけん引役が投資から消費へ移行したことも明らかな要因である)。たとえばエネルギー分野では、米国のエネルギー生産量が増加し、中東が価格維持からシェア維持へと政策を転換したことで、市場シェアを巡る争いが起こり、原油価格は暴落した。この点自体は市場で織り込み済みだが、その影響が社債市場や各国経済にも及ぶことについて、当社は不安要素として注視し続けている。

### 脆弱な欧州

一方、欧州の状況は依然として不透明である。欧州株式は全体としては魅力的に見えるが(特に米国と比べて)、細部には落とし穴がある。欧州株式の「バリュエーション」の大半を生み出しているのは依然として供給超過のセクターに限定されており、アナリストの予想する今後数年間の利益を実現するには貿易量の大幅な拡大が必要であるが、最終的に実現に至るかどうかは現時点では不明である。一方、バリュエーションが割高な株式を見ると、欧州地域の優良企業(欧州の信用危機の間も底堅い成長を遂げてきた企業)の多くは、依然米国の同業他社と同水準のバリュエーションである。したがって、欧州株式への投資では銘柄選択が極めて重要な戦略である。

前回の新興国危機以降、新興国では政策面(特に財政収支と外貨準備)で改善が進んでいるが、顕著な圧力に直面している国もある。特に、中国、ブラジル、インドネシア、タイでは、民間部門の債務のレベルが懸念材料となっている。新興国にとって米ドル高が不利になるのは明らかであり、ドルの上昇率の低下は一部の国にとり改革の機会となる。この機会を逃せば、借入ブームが再び失敗に終わる可能性が高い。

以上の傾向から、当社は次のように結論付けている。すなわち、主要先進国のGDP成長率は、実質値、名目値ともに引き続き上昇基調を辿るが、過去の水準を上回ることはないだろう。したがって、現在のバリュエーションの水準も加味すると、株式のリターンは、個々の企業が市場シェアの拡大、イノベーション、あるいは成長拡大が見込める地域への投資により高い成長率を達成できるかどうかによって大きく左右される。市場シェアを確保するために価格下落圧力に晒されている産業(一般的に、大半のコモディティおよび貿易財)については、国が一般的な手段として通貨切り下げを選択する場合があります。銘柄選択はますます重要になってくる。

要するに、現在の状況は正常なサイクルとは思えないが、各国の市場や経済が依然として前例のない規模の金融緩和の影響下にあることを考慮すれば、投資家にとって驚くようなことではないはずである。したがって、株式投資による最大のリターンは広範なエクスポージャー(インデックス投資)によって達成できる、あるいは金融緩和前に普及していた特定の投資スタイルをそのまま踏襲するという前提に基づくことで達成できると決めつけるのには議論の余地があるというのが当社の見解である。それよりも、今後の成長環境において繁栄を遂げる可能性が高い企業によってポートフォリオを構成する方が価値のある戦略であると当社は考えている。



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。