

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年10月30日

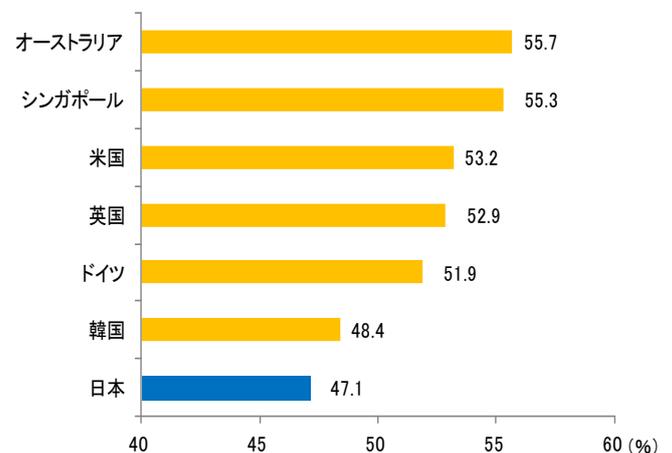
日本、コモディティ通貨およびクレジットの考察

過去数週間において、中国に対する高水準の懸念が後退したこと、および米連邦準備制度理事会 (FRB) が予想よりもハト派に転じたことから、世界の株式市場は反発した。FRB については以下で述べる(ただしこの問題については現在当社内でも様々な見方がある)。また、日銀と欧州中央銀行 (ECB) についてはいずれも年末まで追加緩和策を実施しないとみており、日銀に対する当社の見解を本レポートのテーマの1つとして取り上げる。

また、今月は将来を先取りした3つのテーマを示す。第1に、グローバル・コモディティ通貨の見通しと其中で先進国を推奨する理由、第2に、多くの問題を抱える現在のグローバル・クレジット市場における投資テーマと積極的手法、そして最後に、アベノミクス第2ステージにおける「女性の労働参加推進」、である。

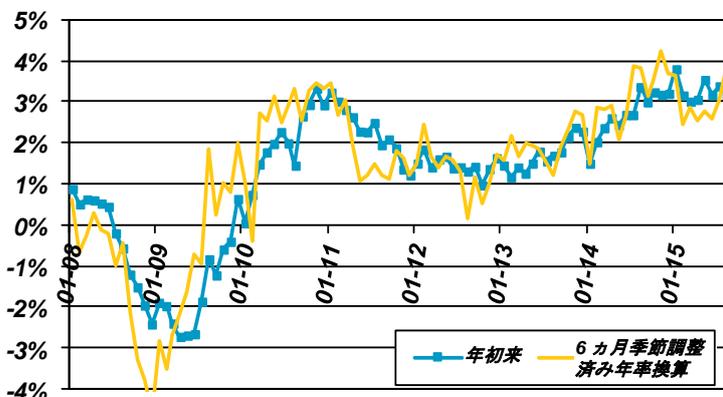
本レポートが読者の方々に関心に沿った有益な情報であることを願ってやみません。

主要国の女性の労働参加比率



出所: 米商務省統計分析局。データは2015年8月時点

米国の実質個人消費支出



出所: 米商務省統計分析局。データは2015年8月まで

マーケットウォッチ

FRB はハト派寄りに転換したが、多くの理由から慎重すぎるとまでは言えないように見受けられる。世界最大の資産クラスである米国不動産は著しく価格が上昇しており、インフレ指標は品質調整によって大きく押し下げられている。後者の要因をとってみても、コア CPI 上昇率は前年比 1.9%で年末までには 2.0%まで上昇する可能性が高く、ゼロ金利の緊急性はほとんど正当化されない。コモディティ価格が低いのは事実であるが、全体の中の一要素に過ぎない。米国の消費支出 (PCE) は実質ベースでは極めて堅調であり、設備投資、純輸出および在庫は第3四半期および第4四半期の GDP の下押し要因となるものの、GDP の約 70% を占める PCE は、消費者信頼感や金融市場のボラティリティにもかかわらず堅調なトレンドにある。その一方で、中国および金融市場は落ち着きを見せ、8月の非農業部門雇用者数はわずかな増加にとどまったものの、その増加率は失業率を緩やかに低下させるには十分なものだった。当社は FRB による最初の利上げが12月に行われる可能性はかなり高いと見ている。

世界の資源国通貨

2015年10月5日

サイモン・ダウン、債券シニアファンドマネージャー

年初来、米ドルが急上昇しているため、世界中の資源国は交易条件の悪化に直面し、その通貨の多くが打撃を受けている。資源国の歳入に低下圧力が掛かっているため、政府は歳出削減を強いられており、これが経済成長の重荷になっているほか、長年の資源ブームに慣れた国民は将来を不安視しており、政治的、社会的不満が生じている。

本稿では、世界の当社各拠点の専門家の意見をまとめてこれらの資源国を分析し、どの通貨が更に下落の可能性があるのか、どの通貨が中期的な回復が見込まれるのかを予想する。この分析プロセスの一部として、REER(実質実効為替レート。主要貿易相手国の通貨(各貿易収支に応じたウェイト)に対してある通貨を加重平均し、物価変動の影響も調整した値)をベースに様々な通貨のバリュエーションを分析する。現在、多くの資源国通貨は、長期の平均水準から2標準偏差付近か、それを上回る水準で取引されており、これは大抵の場合、大幅に割安であることを表す。

アジア太平洋: オーストラリア/ニュージーランド/マレーシア

アジア太平洋地域では、オーストラリアドルがここ数年間、徐々にではあるが下落基調にあり、現在では REER ベースで長期平均水準に回帰している。これは、鉄鉱石の低コストの主要生産者の一部が高コストの生産者にとって代わり市場を支配することを狙い、価格を押し下げており、これが交易条件の悪化に繋がっているためである。また、経済成長の最も重要な牽引役であった資源ブームが終わったこともあり、オーストラリア準備銀行は経済構造改革として通貨安を活用することに非常に意欲的である。

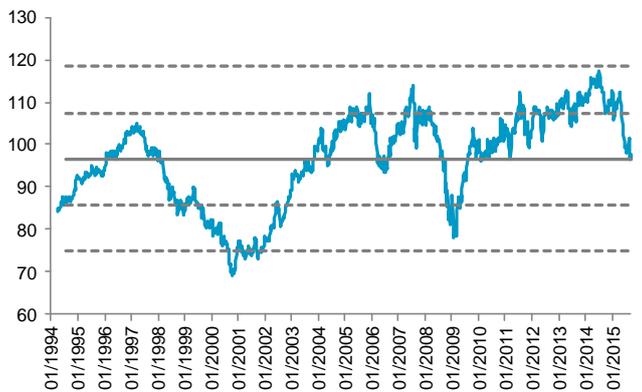
JP Morgan REER Australia (CPI ベース)



出所: ブルームバーグ、REER vs. 平均および +/-1 と 2 標準偏差

ニュージーランドドルとマレーシアリングは、より顕著な下落を見せている。ニュージーランドでは、過去数年間、世界的に乳製品価格が、他のコモディティ価格に比べて歴史的に高い状況が長期間維持されたほか、政府による震災被災地の復興策で建設ブームが好影響を与えたため、同国の経済はオーストラリア経済に比べて堅調であった。また、オーストラリアのコモディティブームが徐々に縮小したことから、ニュージーランドに労働者が戻るといった移民トレンドの逆転が起こった。これらの追い風が終わりに近づいている上、世界的に乳製品価格が欧州と米国からの輸出増加による影響を受け始めていることを背景に、ニュージーランド準備銀行は利下げを開始し、通貨安誘導の姿勢を示している。

JP Morgan REER New Zealand (CPI ベース)



出所: ブルームバーグ、REER vs. 平均および +/-1 と 2 標準偏差

マレーシアは、内外両方で逆風要因に直面している。同国は LNG の輸出大国であるが、LNG が世界の石油価格にやや遅行しながらもリンクしているため、同国の交易条件には悪化圧力が掛かっている。そのため、貿易収支は黒字を維持しているものの、その幅は縮小している。この外からのポディーブローと同時に、国内では 1MDB(不動産とインフラ投資を目的としたマレーシア政府 100%出資の投資会社)から 7 億米ドル近い資金がナジブ・ザラク首相個人に流れたとする政治スキャンダルに見舞われている。しかし、同首相は反対勢力を解任する内閣改造を実施することで自身の立場を強化し、与党の UMNO(統一マレー国民組織)内で引き続き強力な支持を受けている。そのため、同首相がこの危機を乗り越え、内閣が財政と経済成長のための改革路線を継続する可能性が更に高まっている。プラス要因としては、4月に導入された物品・サービス税が大きな成功を収めており、財政赤字目標である GDP 比 3.2%が引き続き達成可能であることである。懸念材料としては、外貨準備高が年初来 210 億米ドル減少しており、安定する兆しがないことである。

世界の資源国通貨

JP Morgan REER Malaysia (CPI ベース)



出所:ブルームバーグ、REER vs. 平均および+/-1と2標準偏差

上述のように、アジア太平洋地域では、オーストラリアドルとニュージーランドドルが過去の長期平均水準に回帰しているが、経済構造改革がより進んでいるオーストラリアでは、通貨安が観光や教育などのセクターに好影響を与えている兆しが多少見られ始めている。また最近では、鉄鉱石価格が持ち直しているが、市場での供給過剰感を考慮すると、2016 年一杯は依然として不透明感がある。しかし、鉄鉱石価格が現在の水準を維持し、その上、企業景況感の改善が期待されるマルコム・ターンブル新首相の就任を考慮すると、オーストラリアを楽観視する動きは強まる可能性がある。

ニュージーランドでは、乳製品価格の下落を通貨安が補っているが、欧州での輸出を可能にする法改正と米国からの大幅な輸出増が見込まれるため、乳製品価格は今後下落する可能性がある。マレーシアでは、既存の政治問題の解決や同国の電子セクターを牽引するグローバル投資環境が改善されていない現状を考慮すると、良好な見通しを継続することは難しい。しかし、現在の行き過ぎとも思われる通貨の下落を踏まえ、上述のどちらかの信頼感が回復することで、通貨は3ヵ月後には上昇に転じる可能性がある。

北米・中南米:チリ/コロンビア/ペルー/カナダ

中南米の主要3資源国の中でも、コロンビアとチリの通貨が極めて大きな調整をした。両通貨のREERは同じように下落しているが、この2カ国は経済構造改革の面で異なる。この2カ国のうち、チリがより持続的な経済成長に向かっている。2014年、世界の銅価格が下落し経済成長が大幅に鈍化したなか、中央銀行が投資への悪影響を緩和するために利下げを行なった。一時GDP比約5%までに拡大した同国の経常赤字は、通貨安の継続により大幅に改善しており、2015年は、対内直接投資で十二分に埋め合わせることができる赤字幅である0.6%になると予想している。現在、経済成長は再加速が予想されているが、依然として過去の水準に比べれば低くなるとみている。この理由の1つは、政治的圧力である。バチエレ大統領は支持率が極めて低く、かつ依然落ちているが、労働組合を後押しするなどビジネスコストを上昇させる政策を引き続き推し進めている。

インフレ率も高水準に留まっており、総合インフレ率は5%、コアインフレ率も同中銀の許容範囲を大きく上回っている。そのため、インフレ期待を抑制するため、中央銀行には通常よりも早い段階での利上げ圧力が掛かっている。

コロンビアでは、2014年に経済成長率が改善するなど健全な経済状況を背景に、中央銀行は政策金利を引き上げた。その後、2014年後半の世界の原油価格の大幅な下落が交易条件に大きく影響し、経済は様々な面で打撃を受けている。まず、石油産業への投資減少により、経済成長見通しが徐々に悪化している。また、原油価格の下落が財政収支に大きく影響しており、これが歳出削減へと繋がり、経済成長の見通しに対する更なる重石となっている。更に、経常赤字は現時点の予想では、2015年にはGDP比約6%に拡大、2016年に改善はするが、その幅はわずかと予想されている。経済成長の見通しが弱まっているものの、インフレ率は為替のパスルー効果により上昇しており、中央銀行の目標バンドである2%~4%を引き続き上回っている。そのため、中央銀行では委員会での意見が分かれ、利上げが必要とするメンバーとより経済成長の実現を懸念するメンバーとに分かれた。

JP Morgan REER Colombia (CPI ベース)

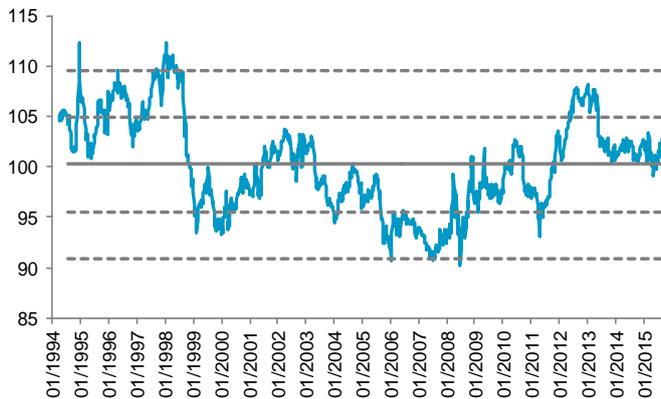


出所:ブルームバーグ、REER vs. 平均および+/-1と2標準偏差

最後に、ペルーでは、中央銀行が通貨ヌエボ・ソルを支えるために市場介入を行なっており、他国で見られる通貨安政策とは一線を画している。ペルーは経済の米ドル化比率が高いため、中央銀行は慎重なスタンスをとっており、通貨の下落ペースを緩やかなものにするほか、借入の自国通貨建てへの切り替えを促すなどの策をとっている。今年初め、中央銀行は各銀行に対し、米ドル建て融資比率を6月までに5%、今年の年末までに10%減らすという新規制を導入した。経済成長が大幅に低下したにもかかわらず、ヌエボ・ソルが割高であったために経常赤字は拡大しており、2014年は5.1%、2015年には4.3%へとわずかな改善が予想される。インフレ率も上昇しており、中央銀行の目標レンジである1~3%を上回っているため、インフレ期待を抑えるために、中央銀行は9月の会合で予想外の利上げを行なうことを余儀なくされている。

世界の資源国通貨

JP Morgan REER Peru (CPI ベース)



出所:ブルームバーグ、REER vs. 平均および+/-1と2標準偏差

上述の通り、中南米ではチリが最も早く適応できているようである。銅価格が更に大きく下落しないという前提ではあるが、一旦経済成長に勢いがつけば、回復が持続する可能性が高いことが予想される。コロンビアでは、いまだに市場への期待が底をついておらず、市場参加者は経済見通しがより明確になることを求めている。原油価格の回復で市場センチメントが改善し、現在ボラティリティが高い通貨が上昇する可能性があるが、財政収支と経常収支、両方の不均衡は大きいと、継続的な経済回復には時間が掛かることが予想される。ペルーでは、中央銀行による正常化策の引き延ばしにより、経常収支に下落圧力が掛かっている。これは外貨準備に悪影響をもたらして始めており、中期的な脆弱性が高まっている。そのため、新興国全般に対する市場センチメントが改善したとしても、ヌエボ・ソルには下落圧力が掛かり続けると見ている。

中南米以外では、カナダも原油価格と木材価格の下落の影響を受けている。メキシコとの競争で同国の製造業基盤は打撃を受けており、最近では原油セクターの投資活動も鈍化するなか、カナダドルは数年間下落し続けている。そのため、2015年、カナダ銀行は1月と7月、2度にわたり政策金利を0.25%ずつ引き下げた。カナダドルには割安感が見られ始めているが、他の市場に見られるほどではないため、現在、多くの専門家はカナダドルの更なる下落を予想している。10月19日の選挙で政治情勢が改善する可能性があるが、立候補者の間では経済成長率を押し上げるために誰が最も規模の大きい減税を実施するかについて競争が発生している。原油価格の動向も重要だが、米国経済の更なる回復とカナダの新政権による経済成長のてこ入れ策が、カナダ経済の好転にとって重要となる可能性が高い。ただ、通貨の割安感は、更に強まる可能性が高い。

EMEA(欧州・中東・アフリカ):ノルウェー/ロシア/南アフリカ

EMEAの中で、最初に下落基調を見せた通貨は南アフリカのランドであり、下落は2011年からであり、現在では極めて割安な水準にある。同国では長年にわたり通貨が下落したものの、改革面に今までほとんど進展が見られておらず、ANC(アフリカ民族会議)の政治的支配は、政治面での対応への圧力がわずかであることを意味する。

第2四半期に貿易収支が小幅黒字になったなど、現在、貿易に関するより良好なニュースが好材料となっているが、サービス収支および所得収支の赤字が大きく、経常赤字は改善したもののGDP比3.1%と引き続き深刻である。同国経済には引き続き下押し圧力が掛かっているが、同中銀は身動きがとれず、通貨の更なる下落を抑制するため、金融引締策の維持を余儀なくされている。南アフリカにとり重大な点として、失業率が25%と引き続き極めて高いが、教育レベルが低いことが大きく影響し、失業率を押し下げることが非常に難しい状態にある。ランドの非常に割安な水準は関心をひくものであるが、同国の経済は非常に脆弱なため、ポジティブなストーリーを描くのは依然として難しい。

JP Morgan REER South Africa (CPI ベース)



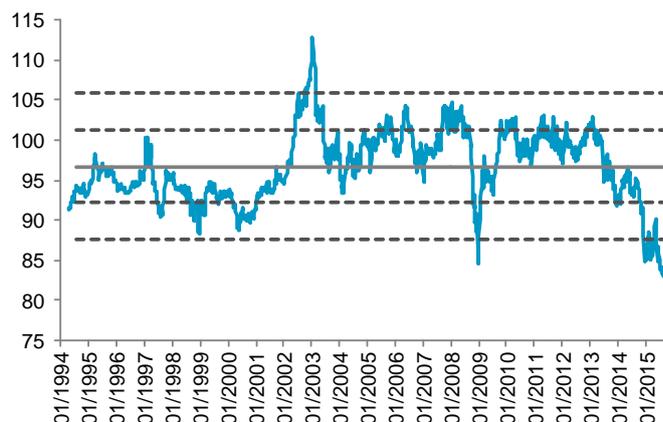
出所:ブルームバーグ、REER vs. 平均および+/-1と2標準偏差

ノルウェーとロシアでは、2014年後半に世界の原油価格が大幅に下落したことから、両通貨とも劇的に下落している。ロシアはウクライナでの行動とその後受けた制裁により、政治リスクが大幅に上昇している。最近では、非常に軟調な経済が輸入の減少を通じて経常収支にプラスに影響しており、通貨が上昇し始めた。しかしこれは、財政の維持のためにロシア政府が通貨安を必要としたことと、米ドル建て外貨準備積み上げのため、中央銀行がルーブル売りの市場介入を行なったことによるものである。現在、ロシアはアサド政権を支援するためシリアに地上軍を派遣していると報道されており、これが更なる火種となる可能性とともに引き続きウクライナでの緊張が予想される。ロシアの通貨は割安感を見せているものの、現時点において、金融制裁が引き続き大きなリスクであるため、当社は同国への投資に引き続き慎重である。

またノルウェーでは、原油関連の投資計画が大幅に後退し、財政収支が悪化するなか、経済成長が鈍化している。これに対し同国の中央銀行による利下げに弱い原油価格見通しも加わったことから、クローネは極めて割安な水準に押し下げられている。同国の経済成長には、短期的に引き続き下げ圧力が掛かり、今年中に更なる利下げが実施される可能性があるが、大規模な政府系ファンドを有する先進国であることには変わらない。そのため、投資家が、原油価格が底入れしたという確信を持ち次第、クローネの大幅な割安感が多少薄れる可能性があるかと予想している。

世界の資源国通貨

JP Morgan REER Norway (CPI ベース)



出所: ブルームバーグ、REER vs. 平均および+/-1と2標準偏差

したがって、EMEA の中では、これら 2 通貨には REER で見ると割安であるが、それなりの理由がある。ロシアには引き続き大きな不透明な要素がある一方で、ノルウェーに関しては原油価格が持ち直し始めた場合、強固な経済ファンダメンタルズが経済回復の基盤になると見ている。南アフリカランドは現時点でバリュエーション面でのみ魅力的であり、主に世界の新興国市場に対する全般的な市場センチメントに牽引される可能性がある。

まとめ

資源国通貨の多くは現在 REER ベースで数十年ぶりに割安な水準にある。しかし、コモディティ価格は通常のサイクルと異なり、需要はそれなりに大きく伸びているものの、供給面の過剰感によって低迷しており、ほとんどのコモディティの見通しは引き続き不透明感が強い。当社の直近のグローバル投資委員会では、原油価格の予想について、需要の伸びを供給が上回る状況が続き、今後の数四半期は現在の水準を維持すると結論付けた。そのため、これらの通貨の多くには割安感があるが、この逆風が続くことにより割安な水準が継続する可能性があると予想している。その期間が長引くと、一部の国が深刻な問題に直面する可能性があるため、投資家は政治リスクがある資源国通貨と、抵抗力のある通貨を区別することが重要となる。ロシアとマレーシアの 2 カ国は、明らかに高い政治リスクを有しているが、ペルーについても、コモディティセクターの新プロジェクトに対して新たな抗議活動が起きているなど社会不安が高まっているため、慎重な見方を強めている。

新興国通貨は、将来的にはいずれ高いリターンをもたらすであろうが、ボラティリティは高く、また政治リスクも高い。当社では、コロンビアの政治リスクが現時点で最も低いと考えているが、中期的には同国の通貨は原油価格と高い相関性を持つことに留意が必要である。

高いボラティリティの覚悟はできているが、それほど大きなリスクをとりたくない長期投資家には先進国の資源国通貨が最も安全な投資先とみている。オーストラリアとニュージーランドは共に割安感があり、通貨の下落により観光が経済成長のより重要な牽引役になり始めていることが伺える。ノルウェーの通貨は、現在、極めて割安な水準にあるが、反転するためには原油価格の上昇が必要となる。現時点では、コモディティ価格が二度と回復しないように思われがちであるが、世界中の主要中央銀行によるハト派的な姿勢を考慮すると、この考えは中期的に安全でないように感じる。この姿勢が時間と共に需要を支え、供給過剰を解消させると考える。

債券市場を左右する投資テーマは何か

2015年10月7日
ホルガー・マーテンズ
グローバル債券ファンドマネージャー

投資家は、年初来のリターンを見て、投資適格債市場を懸念しているのかもしれない。というのも、リターンがマイナスとなっているためである(昨年の同期間のリターンは+6%超)。一方で、欧州とアジアのハイイールド債については、トータルリターンが年初来 0.5~2.5%程のプラスとなっているため、投資家はこれらの市場に勇気づけられている模様である(しかし、直近3ヵ月間は▲1.5~▲2.5%となっており、勇気づけられるレベルではない)。

今後、何が待ち受けているのだろうか。これが重要なポイントとなる。債券の投資家にとって、2015年はプラスで終了するのか、それとも、年間リターンが数年ぶりのマイナスで終わるのか。また、2016年に投資家を待ち構えるものは何か。当社では、2015年の残りの期間と2016年にかけて、強気な見方をする材料が多く存在すると予想している。過去何週間にもわたり、中国の経済成長鈍化に対する懸念、また、これによる世界経済成長への潜在的な影響、更に原油価格の下落が金融市場の重石となってきたが、最近の市場展開はクレジット債市場におけるプラスのリターンを否定するものではないと考えている。実際に、以下の投資テーマが今後数ヵ月間で十分に機能し、投資家のクレジット債運用を成功に導くと見ている。

- 利回りを重視する
- 世界中の投資機会に目を配る
- 買収される可能性がある投機的格付企業に投資する
- 現地通貨建て債券のリスクを検討する
- 先進国市場の需給バランスの崩れに着目する

通常、先行きが不透明な局面では、元本確保が優先されるが、中国経済成長の先行きが不透明でコモディティ価格が下落している現在でも、驚くことに、欧州ハイイールド債や金融機関の劣後債などの高利回りの債券のトータルリターンが年初来でプラスを維持しており、利回りを重視することが結果的にディフェンシブなアプローチとなった。この良好なリターンはどこから来たのか。これらの資産クラス(高利回り債)の高水準の利息収入が、最近急上昇したボラティリティによる債券価格の下落の緩衝剤としてはたっているため、高利回り債のトータルリターンは投資適格債に比べてより安定している。そのため、2014年終盤から2015年初めに欧州でも見られたように、先行きが不透明な局面にて経済がデフレに近いような場合、ハイイールド債のリターンが良好となることは意外ではない。バンクオブアメリカ・メリルリンチは最近のレポートで、このような時期には、「B」格のユーロ建てハイイールド債とハイイールド社債(ハイブリッド型)のリターンが、「BB」格のユーロ建てハイイールド債と投資適格債のリターンを上回ることを示した。

また、ハイイールド債は投資適格債に比べデュレーションが短いことによる恩恵を享受する。短いデュレーションは、金利が再び上昇した場合に有利にはたらく。FRBが近々政策金利を引き上げた場合、近いうちに金利が再び上昇し始める可能性がある。

しかしながら、利回りを重視することには、明らかにリスクが伴う。格付けの低い債券に投資する場合には、発行体・クレジットのファンダメンタルズの高い分析力が必要となる。

最近のデータは、デフォルト率が永久に低下することはないことを再確認させる。Moody'sの集計では、2015年1月から7月までの世界のハイイールド債のデフォルトは77件(総額860億米ドル)あり、デフォルト率は2.4%と15ヵ月ぶりの高水準となった(図1)。デフォルト率は25年間の平均値である4.6%とはまだ開きがあるものの、地域別に具体的に分析すると、例えば米国市場では、「B」と「BB」格の債券は高水準のデフォルトリスクを相応に補うリターンがあることが伺える(図2)。

図1: 世界の投機的格付債のデフォルト率



出所:ムーディーズ

図2: 米国債券市場の期待リターン

	Current Market		Moody's Avg	
	OAS	Yield	Credit Loss (bp)	Expected Return
AAA	92	2.83	0	2.83
AA	107	2.59	2	2.57
A	134	2.91	3	2.88
BBB	240	4.11	13	3.98
BB	458	6.10	73	5.38
B	675	8.20	301	5.19
CCC-C	1264	13.87	1370	0.16
IG	178	3.41	6	3.35
HY	658	8.03	278	5.25
All	268	4.29	101	3.28

出所:バンクオブアメリカ・メリルリンチ、ムーディーズ

デフォルトを回避する方法は徹底的なボトムアップリサーチだけではない。一つの方法は、投資対象を地域から世界に拡大することである。以下の図3は、2015年のハイイールド債のリターンが、地域毎に差があることを表している。

図3: 世界のハイイールド債のリターン

	年初来のトータルリターン
アジア	2.55%
欧州	0.46%
米国	0.11%
ラテンアメリカ	▲8.77%

出所:バンクオブアメリカ・メリルリンチ(2015年9月24日現在)

債券市場を左右する投資テーマは何か

各地域の違いを調査するためには世界市場全体を調査する能力が必須となっている。幅広く、より世界的に投資対象を広げることによって、良好なリターンをもたらす銘柄に投資することができるようになる一方、特に米国のハイイールド債など、信用力が著しく悪化している銘柄への投資を回避することができる。

利回りを重視することと世界中の投資機会に目を配ることは、2015年の残りの期間だけではなくその後においても重要な投資テーマであるが、巧妙に構築されたポートフォリオは、1つ、2つだけではなく、多数の投資テーマを有しているのが常であり、その他にも将来のリターンに繋がる興味深い投資機会が存在する。例えば、買収の対象となり得る、投機的格付企業（特に小規模の地域通信会社）の債券に投資妙味があると見ている。これらの企業の多くは、戦略的に空域を埋めることに意欲的であった投資適格級の通信会社の買収の対象となっている。例えば、近年では、Vodafone が複数のケーブルテレビ事業者を買収、また現在でも、デンマークの投資適格級の通信会社が、「B」格のケーブルテレビ事業者の買収を協議中である。買収企業の信用力が被買収企業の信用力を大きく上回る場合、通常、被買収企業の債券価格が上昇するのは明らかである。また、通貨の専門知識は、現地通貨建て社債の模索に役立っている。現在、当社は中南米への投資全般に対して慎重だが、中期的にはメキシコペソに対して強気な見方をしているため、メキシコペソ建て投資適格債と米ドル建てやユーロ建て投資適格債との利回り格差が魅力的な場合、ペソ建ての優良企業の投資適格債に対し引き続き強気な見方をしている。

更に、各地域での市場需給分析など、その他の単純な投資戦略も良好なリターンに寄与すると見ている。年初、欧州の債券価格は、ECBによる債券購入を受けて大幅に上昇したが、4月にドイツ国債利回りが過去最低水準を付けた後はこの上昇要因が無視され始めた。投資適格のユーロ建て社債は第1四半期に良好なリターンを見せていたものの、ドイツ国債利回りが低下した後はこれが見られず、アセット・スワップ・スプレッドは2013年末以来の高水準に急拡大した(図4)。

図 4: ユーロ建て投資適格債、アセット・スワップ・スプレッド(bps)



出所: バンクオブアメリカ・メリルリンチ

シティグループは、最近の調査で欧州債券市場規模が2015年下期に1000~4000億ユーロ縮小すると予想している。事実であれば、同市場の需給環境がその他の先進国市場に比べて引き続き良好であることを意味しており、スプレッドが縮小すると見ている。更に、欧州の経済ファンダメンタルズについても、GDPが1~2%増と「高すぎず、低すぎず」の水準にあることが下支え要因になると思われ、これは債券投資には好都合である。また、欧州のM&A案件は、米国に比べてあまり増加しておらず、欧州企業のバランスシート悪化の圧力も米国より小さいことが予想される。

これに対し、米国クレジット債市場の需給環境は欧州市場と大きく異なる。M&A案件の急増により供給が大きく増加しているため、新発市場のスプレッドが拡大しており、結果、既発債のスプレッドに上昇圧力が掛かっている。残念ながら、当社はこの傾向が短期的に収まるとは考えていない。

しかしながら、米国社債市場での厳しい状況ではあるが、グローバルでのクレジット市場におけるリターンをマイナスにすることはないと見ている。欧州の需給バランスの向上、世界的に「ハイイールド債」の良好なリターン、通信セクターにおけるM&A動向、現地通貨建て債券への投資機会、その他にもクレジットに関連した投資テーマが存在しており、厳しい環境の中(2015年の残りの期間のみならず、2016年も)でも良好なリターンが創出できる興味深い投資機会があることを示している。ECBの量的緩和プログラムは、短くても2016年9月まで続く予定であり、更に延長される可能性もあるため、債券の下支え要因である欧州の需給バランスが締まった状態が継続すると見ている。更に、来年も世界の厳しい経済環境が続くことから、利回りに重視した投資にも価値がある。しかしながら、直近はユーロ建てハイイールド債が米国のハイイールド債を大幅にアウトパフォームしており、米国のハイイールド債のスプレッド拡大傾向が反転する可能性が高いことから、来年は投資銘柄を多少変更しなければならない可能性もある。また、小規模の通信会社は、買収企業にとり買収の戦略的意義が来年も変化がなく、また、買収に要する資金調達コストが低い状況が続くと思われ、引き続き魅力的な投資対象になると見ている。

最後に、幅広く柔軟な投資アプローチにより、異なる動きをする世界の景気、金利、クレジットサイクルの恩恵を享受することができる。今年は、ポートフォリオマネージャーの注力する地域によりリターンに大きく差が出ることは明らかである。M&Aサイクル(欧州 vs. 米国)、中央銀行の政策(ECBと日銀 vs. FRB)、株主価値へのアプローチ(欧州 vs. 米国)において世界で異なる動きが見られているため、適切な地域の債券に投資することがアルファの創出に重要となるほか、2016年にプラスのリターンをもたらす可能性を高める。

アベノミクス 2.0: 女性の活躍に注目

2015年10月13日

神山直樹、チーフ・ストラテジスト

- 女性の労働参加は日本経済にとって重要
- すでに、成長戦略に女性登用や保育施設充実などが含まれていた
- アベノミクス 2.0 での政策追加に期待

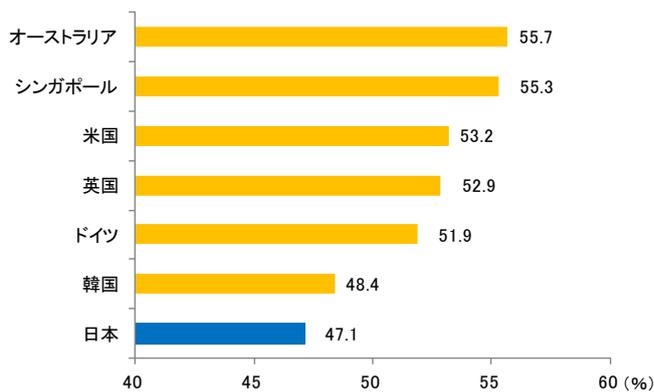
女性の労働参加は日本経済にとって重要

労働人口の加速的な減少が予想されるなかで、日本経済が成長するためには、女性の労働参加が必要だ。海外投資家は日本が移民政策を強化するかどうかに関心しているが、安倍首相は、高度プロフェッショナル人材などを除いて、人口を増やすこと自体を目的とした移民について積極的ではない。それゆえ、女性や健康な高齢者の労働参加は重要な社会政策かつ経済政策と考えられる。

安倍首相が自民党総裁として決意表明した、「新・三本の矢」に関係する新しい政策の具体化に注目が集まっている。日本の女性の労働参加率（経済活動人口比率）は、主要先進国のなかで相対的に低い。文化や価値観などによって女性の労働参加率に差が生じることは確かだが、今後、日本の女性の労働参加率が高まる余地は大きいと思われる。

興味深いことに、日本政府は 2003 年に「2020 年に指導的地位の 30%以上を女性とする」という政策目標を立てていた。なぜ興味深いかと言うと、このことを知っている日本人は少ないと思われるからだ。女性活躍担当の有村治子大臣は、6 月 29 日の投資家向け講演で、この目標を 2 年半で「メインストリーム化する」と明言した。今後、各府省の概算要求に趣旨を反映させ、具体的な政策成果を追求していくことだ。

主要国の女性の労働参加率比較



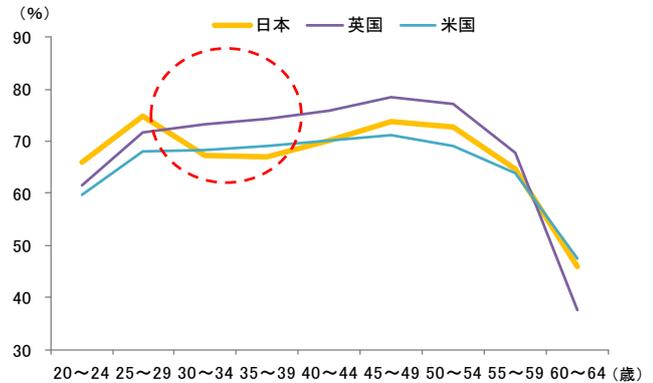
出所:総務省「世界の統計」

すでに、成長戦略に女性登用と保育施設充実などが含まれていた

昨年の成長戦略に含まれていた女性活躍推進法案が 8 月 28 日に参院を通過し成立した。この法案は、女性が職業生活において、その希望に応じて十分に能力を発揮し、活躍できる環境を整備するためのものであり、2016 年 4 月から、従業員 301 人以上の企業は、採用者や管理職に占める女性比率、あるいは勤続年数、労働時間などの指標を選び、その目標と達成の

状況を公表することが義務付けられる。これは「2020 年までに 30%」目標への有力な手段とみなされている。現在の民間企業の課長級以上の女性比率は 11% (2013 年) と推定されている。

女性の年齢階級別労働参加率



出所:総務省「世界の統計」

もつとも 2014 年に創設された女性登用 (女性の管理職について一定水準を満たすなどした企業に助成金を払う) 制度はほとんど利用されていない。確かに、研修の義務付けというハードルが高かったこともあるが、そもそもこのような政策・制度が十分知られていないことも原因の一つと思う。

一方、日本の女性は英米に比べると 30 歳代で経済活動を離れる傾向にある。この「M 字カーブ」も日本以上に強く出る国・地域もあるため文化や価値観などによるとも言えるが、意欲のある子育て世代の女性が働きにくいという現実を示していることも確かだ。政府は、待機児童解消加速化プランや保育士確保対策で保育所・保育士を増やすほか、小学生のための放課後子供総合プランを策定してきた。実際に保育所が増え、働く女性、子供数も増えるだろうから、待機児童が急速に解消するとは言えない。しかし女性の労働参加という点では重要な政策となっている。

アベノミクス 2.0 で政策追加に期待

安倍首相は、新・三本の矢の第 2 の矢として「夢をつむぐ子育て支援」を掲げ、待機児童ゼロを実現し、幼児教育の無償化拡大を進めたいとの考えだ。もつとも、財源があればすぐにでも実行されていただろうから、具体化には他の政策との優先順位が問題になるだろう。

一方、年末の税制改正の議論では、配偶者控除 (配偶者が年収 103 万円以下の給与所得者は所得から 38 万円控除される) の見直しによる税収増と女性の労働時間増加インセンティブも議論されるだろう。配偶者控除をなくしても、所得増税を避けるために夫婦控除を新設する案もあり、必ずしも税収増になるとは限らないが、子育てによる女性の働きにくさが解消される方が効果的であれば、配偶者控除の正当性は低下していくことになると思う。

女性の労働参加改善への努力は続くが、まだ政策の成果を見通す段階ではない。もつともこれまでの政策の期待に加え、さらに追加的な努力が示され日本経済の未来に活力を与えようとする。

日銀が追加緩和を実施する必要がない理由、または、わずかな追加緩和で十分な理由

2015年10月16日

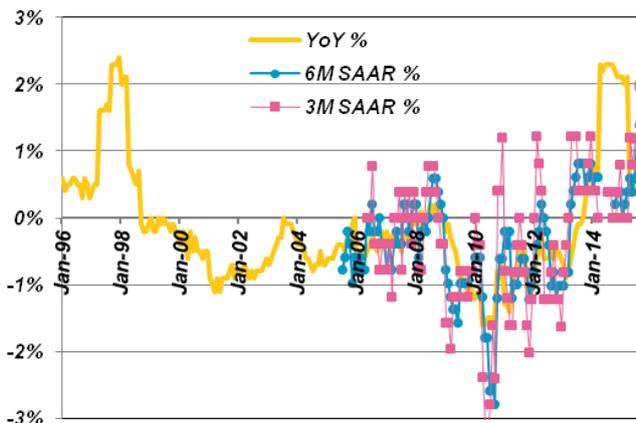
ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト

多くのエコノミストは、10月終わり、もしくは11月早々には日銀が非常に積極的な追加緩和を実施すると予想している。確かに日本の経済成長には活気がなく、多くのエコノミストも最近発表された鉱工業生産指数と機械受注統計を見て、第3四半期のGDP成長率見通しを前四半期比ゼロ近くに下方修正することを余儀なくされている。しかしながら、現在の経済状況を楽観視することもでき、追加緩和を行なう必要がない、またはわずかな追加緩和で十分である理由もいくつか存在する。

1点目は経済面において、8月に全食品とエネルギーを除くコアCPI(スタンダード・コアと呼ぶ)が、直前6ヵ月間で+1.4%(年率換算)となっているためである。これには、下落が続いている住宅の賃料も含まれている。賃料を除いた場合は、同+2.2%であった。日本の賃料は10年前と比べるとわずかだが下回っており(米国では+35%ほど)、仮に年率+1%で上昇していた場合、日本のコアCPIは同+1.8%と日銀のインフレ目標に非常に近い水準になっていたと見ている。

コアCPI(スタンダード・コア、季節調整済み年率換算)

(2014年4月から2015年3月までの間、前年比の数値は消費税によりかさ上げされている)



出所:総務省(2015年8月現在)

2点目は、日本には更なる円安を避けるべき政治的要因がいくつかあり、これらが大きな影響をもたらす可能性があるためである。米国は、現在、米ドル/円が120円であることについて非常に寛大ではあるものの、更なる円安について容認するとは思われない。米国では保護主義的姿勢が強まっており、TPPも可決されるかすら疑わしい。TPPに反対する姿勢を示しているヒラリー・クリントンは、為替面についての努力が十分でないことに言及しており、当社は多くの民主党議員がこの意見に賛成すると見ている。実際に、TPA(貿易促進権限)を可決するにあたり、為替操作をモニタリングするとして別の法案を上程しなければならなかった(可決された)。アベノミクスの第3の矢の柱であるTPPの合意において、特に米国議会でのTPP投票までの今後の3ヵ月間は、より大幅な円安が命取りとなる可能性がある。また、国内政治的側面において、日本の有権者はインフレに対して嫌気がさし始めていると見ている。

3点目は、金融の健全性を考慮する必要があるからである。仮に日銀が日本国債を追加購入し長期国債利回りを更にゼロ近くに押し下げた場合、保険会社、銀行、年金基金を含むその他の金融機関からは、政府が規制しているリスク量で長期的な利回りを確保することが困難であることについて不満が出て見ている。これについては、多くの悲観論者が懸念しているが、これまでに大きな問題にはなっておらず、今後、日銀の非常に積極的な方針が国債市場を揺るがす可能性もある。

投資に携わる多くの人が日銀に追加緩和を実施するよう促しているが、日銀マンの考え方を推察すると、日銀は短期的な問題を受け流し、日本経済を立て直しにおいて、十分な賃金上昇による個人消費の促進、住宅賃料の上昇開始、日本企業による国内での設備投資増(対外投資からの回帰)を期待していると見ている。実際に日銀は、評判リスクを負いながらも、1990年代後半からずっとマイナス(2008年の数ヵ月間を除く)であったコアCPI(年率)を上昇させたことについて満足してもいいと見ている。当社は、更なる円安や追加金融緩和ではなく、TPPやアベノミクス2.0を含む継続的な構造改革、国内経済と社員に対する企業の信頼、また言うまでもなく世界経済の継続的な改善が日本経済を立て直すカギであると考えている。

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。