

# Evolving Markets

## focus

グローバル投資展望  
2014年12月8日

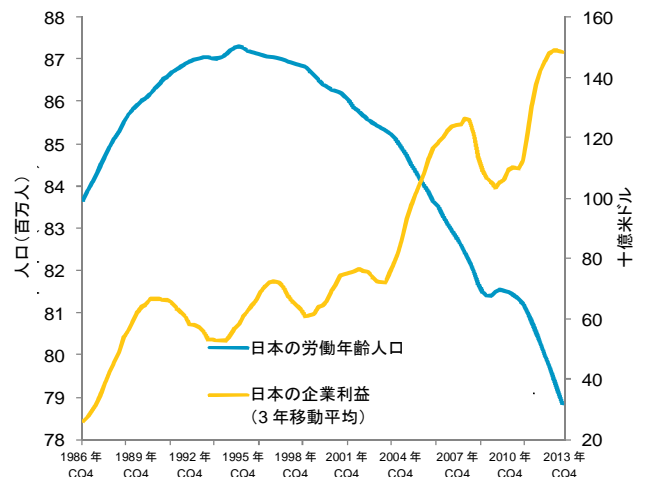
### 人口動態の迷信を打ち砕く - 特に日本について

大方の投資家は人口動態が思わしくない時には企業収益も低下すると考えている。しかし、当社の調査では、特に日本とドイツに関して、このような考え方は否定された。反対に、良好な人口動態が必ずしも堅調な企業業績に結びつかないことも示す。事実、全体的な結びつきは希薄であり、特に日本とドイツについては、当社としては投資家に対してこの要因に慎重になるようにと助言したい。

次に、最近発表された日本の GDP データに関して、日本のリスク資産に対して投資家が心配する必要がない理由を述べる。この点はこのページの下部に示した資料にも関連しており、日本企業のコーポレート・ガバナンスがこの10年で大きく改善したことが明確に分かる。

最後に、米国の政治情勢に関する向こう一年の見通しについて詳細に述べる。残念ながら、米国政治の膠着状態は、民主党の大きな敗北を受けて一部のアナリストが想像するように改善を見せるのではなく、むしろ悪化するだけだと当社は考えている。

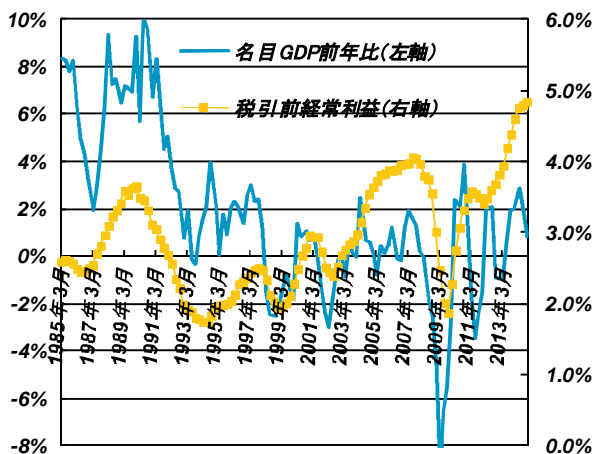
#### 日本: 労働年齢人口と比較した企業利益



出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4四半期までの歴四半期(CQ)

#### 日本企業の収益性:

##### 「ショー・ミー・ザ・マネー(収益性の向上)」



出所: ブルームバーグ、財務省

### マーケットウォッチ

最近発表された2014年第3四半期の日本の(上場企業に限定されない)企業収益全般についての数字によると、GDP統計が思わしくないにもかかわらず、税引前経常利益率の4四半期平均は過去最高の4.84%に達した。前年同期比では、弱い景気にもかかわらず税引き前利益は7.6%増加しており、もし2014年第4四半期に景気が反騰すれば企業収益はさらに伸びるはずである。しかし、気をつけなければならないのは、2013年第4四半期と2014年第1四半期は、消費税引き上げ前の駆け込み消費のために比較対象として非常にベースが高いということである。それ故、利益率の向上はもはや放物線の急上昇にはならないが、当社は今後数四半期にわたり、利益率がさらに拡大すると予想している。これによって、日本の構造的な高収益トレンドが順調に上向していることがさらに証明されるだろう。

# 人口動態の迷信を打ち砕く

ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)による  
2014年11月14日付け配信レポート

当社では、10カ国につき、それぞれの労働年齢人口と上場企業の利益(四半期業績の3年と1年の移動平均を使い、データを平準化したもの)を比較してみたが、良好な人口構成が企業収益の成長をもたらすという一般的な想定に反し、両者の関係はよく言ってもあいまいで、相関関係はプラスから大きなマイナスまで幅があった。

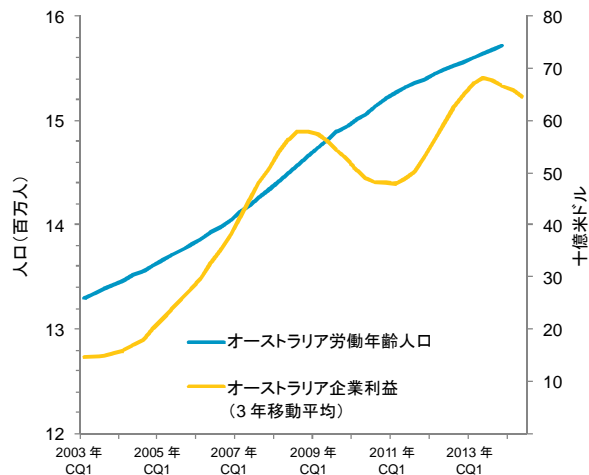
## 労働年齢人口と企業利益の回帰分析

	3年移動平均(米ドル)		3年移動平均(現地通貨)		1年移動平均(米ドル)		1年移動平均(現地通貨)	
	相関係数	R2乗	相関係数	R2乗	相関係数	R2乗	相関係数	R2乗
米国	0.97	0.95			0.96	0.91		
カナダ	0.98	0.96	0.97	0.94	0.95	0.91	0.94	0.89
オーストラリア	0.94	0.87	0.84	0.70	0.83	0.70	0.72	0.51
ドイツ	-0.61	0.37	-0.53	0.28	-0.53	0.29	-0.53	0.28
メキシコ	0.76	0.57	0.89	0.79	0.55	0.31	0.82	0.67
韓国	0.78	0.62	0.94	0.88	0.85	0.72	0.89	0.80
英国	0.49	0.24	0.75	0.57	0.44	0.20	0.59	0.35
フランス	0.32	0.10	0.17	0.03	0.26	0.07	0.22	0.05
日本	-0.79	0.63	-0.37	0.14	-0.56	0.31	-0.13	0.02
トルコ	0.50	0.25	0.85	0.72	0.50	0.25	0.86	0.74

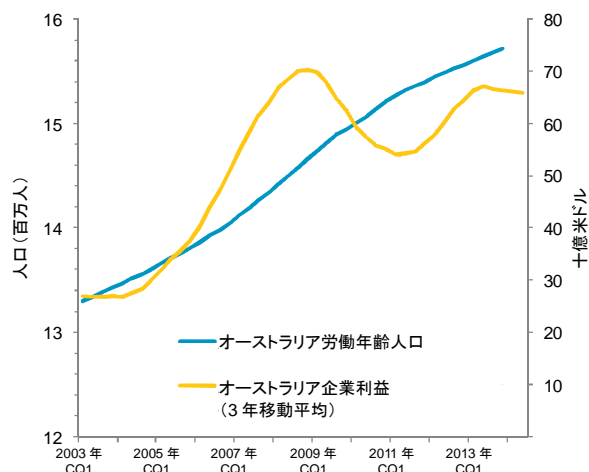
出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定

いくつかの国では、労働年齢人口と企業収益(米ドルと現地通貨の両方を見て)の間に強い相関があった。当社の見るところでは、米国や韓国でかなり強い相関関係が成り立っているが、多くの国では人口動態の企業収益に対する影響はコモディティ価格などの他の要因に比べて限定的である。オーストラリアの場合、企業収益は鉄鉱石価格に連動して動き、メキシコとカナダでは石油価格につれて上下している。これらの国でコモディティ価格以外の要素も働いていることは言うまでもないが、天然資源を豊富に持つ国では、人口動態は強い相関がありながらもその国の収益性に与える影響を持たないように思われる。

## オーストラリア労働年齢人口と比較した米ドルおよび豪ドルでの企業利益



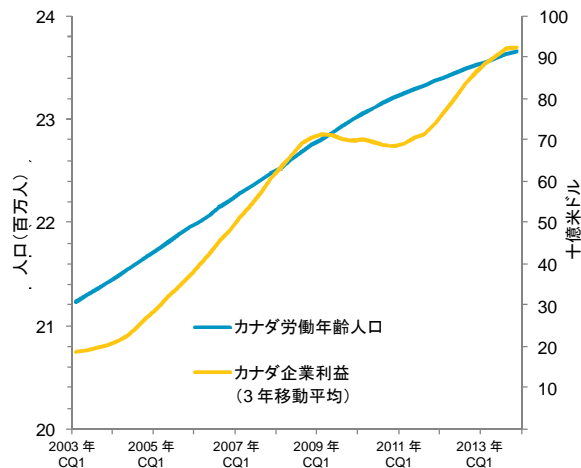
出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4暦四半期までの暦四半期(CQ)



出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4暦四半期までの暦四半期(CQ)

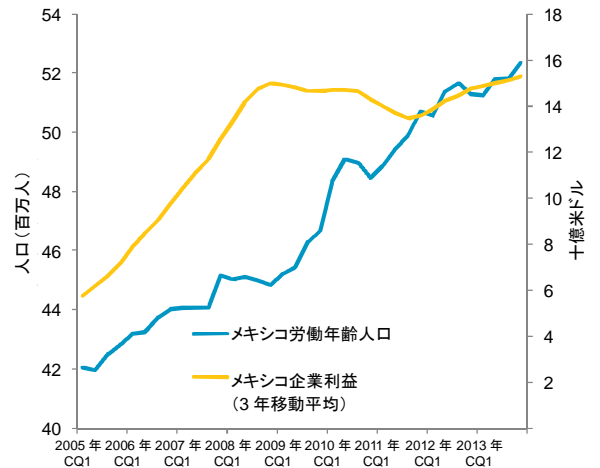
# 人口動態の迷信を打ち砕く

カナダ労働年齢人口と比較した米ドルおよびカナダドルでの企業利益

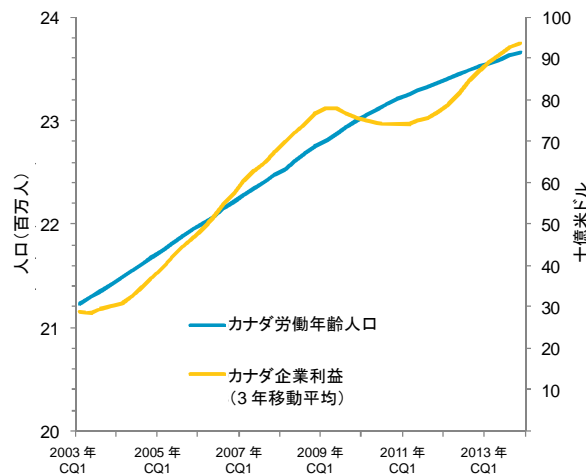


出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4暦四半期までの暦四半期(CQ)

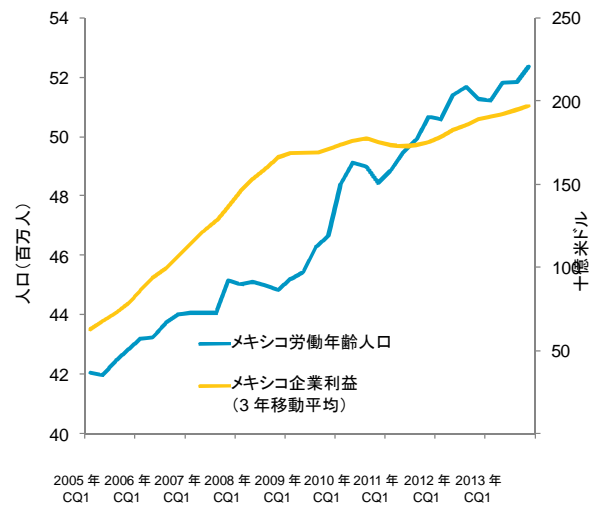
メキシコ労働年齢人口と比較した米ドルおよびメキシコペソでの企業利益



出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4暦四半期までの暦四半期(CQ)



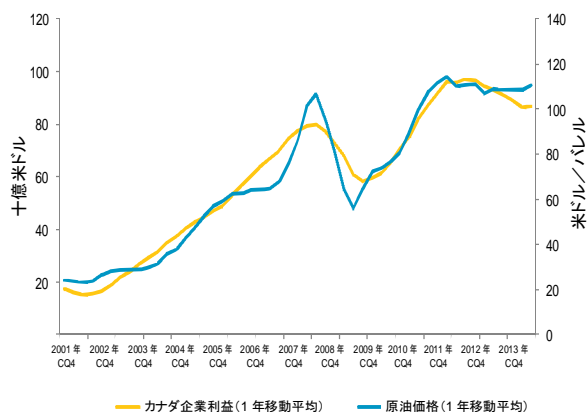
出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4暦四半期までの暦四半期(CQ)



出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4暦四半期までの暦四半期(CQ)

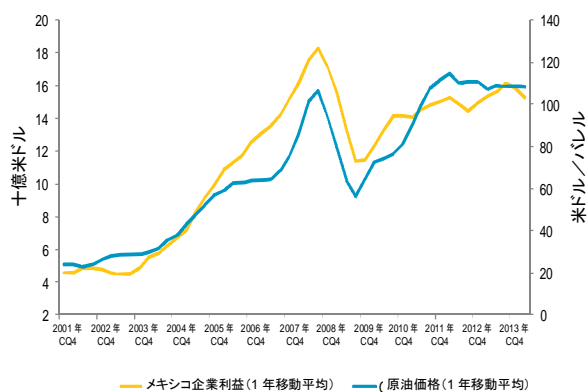
# 人口動態の迷信を打ち砕く

## 原油価格と比較したカナダ企業の利益



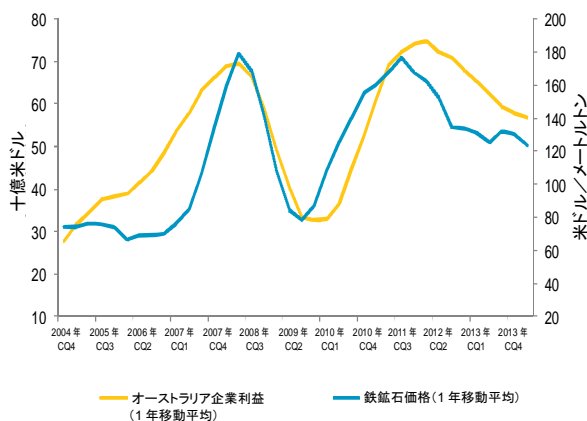
出所: MSCI, CSLA, 日興アセットマネジメントによる推定、2014年第1層四半期までの暦四半期(CQ)

## 原油価格と比較したメキシコ企業の利益



出所: MSCI, CSLA, 日興アセットマネジメントによる推定、2014年第1層四半期までの暦四半期(CQ)

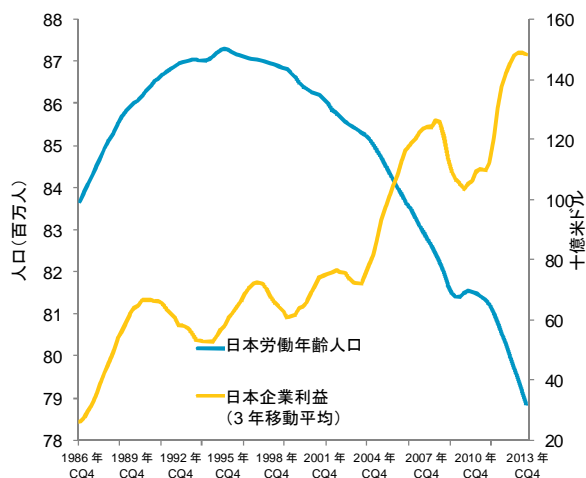
## 中国鉄鉱石スポット価格と比較したオーストラリア企業の利益(鉄分63.5%粉鉱石)



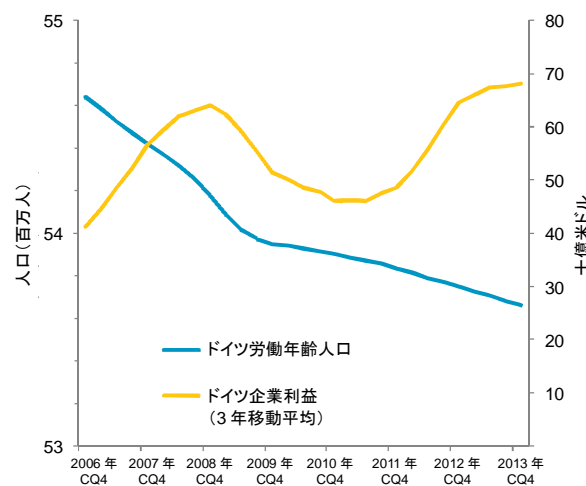
出所: MSCI, CSLA, 日興アセットマネジメントによる推定、2014年第1層四半期までの暦四半期(CQ)

強いマイナス相関は日本とドイツで見られ、この両国では労働年齢人口が減少したにもかかわらず企業収益は大きく伸びた。

## 日本とドイツ - 労働年齢人口と比較した企業利益



出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4層四半期までの暦四半期(CQ)



出所: MSCI, OECD, 日興アセットマネジメントによる推定、2013年第4層四半期までの暦四半期(CQ)

この両国は継続して革新に力を入れること(例えば積極的にロボットを導入するなど)、そして日本について言えば、企業のリストラクチャリングと多国籍化、そして重商主義的姿勢から次第によりよいコーポレート・ガバナンスに軸足を移すことで人口動態のマイナス面を乗り越えることができた。逆に、フランスは非常に弱い相関関係を見せており、当社では革新の欠如と硬直的な労働市場が、人口動態が良好なのにも関わらず同国の企業収益がほとんど横ばいを続けている大きな理由だと考えている。

## 人口動態の迷信を打ち砕く

株価収益率の見通しが一定だと仮定すると、人口動態はその国の株式市場のパフォーマンスを左右する重要な要素ではないと言える。この点はドイツや日本の株式の投資家、ひいては人口構成が悪化し始めている韓国株式の投資家（人口構成が悪化し始めている）への安心材料になるだろう。反対に、おそらく米国を除いては、投資家は人口動態の良好な国に引きつけられるという間違いをするべきではなく、投資をする前にその関係、特に米ドルに換算した企業収益との相関関係の証拠を確認すべきである。言うまでもなく、企業収益には世界経済のサイクルが最も大きな影響力を持つが、人口動態の好ましくない国の中には良好な国よりも同一の長期サイクルの中ではるかに繁栄を見せることができる国もある。つまり、投資先の国を選ぶにあたって、投資家は人口動態的議論にはかなり慎重な目を向けるべきである。

# 日本は景気後退に？ 3つのキーポイント

ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)による  
2014年11月18日付け配信レポート

最近、日本のGDPが発表され、同国が景気後退局面に入ったことを示唆する内容がかなりの大騒ぎを引き起こした。しかし、これについては3つの大切なポイントがある。

第一に、こういった統計は往々にして大幅な修正があり、直近の四半期の数字にはいくつか変則的な点があったため、今後それが修正されてプラス成長になったとしてもショッキングではない。

第二に、GDP統計は日本の企業収益とは何の相関関係もない。当社のEvolving Marketsレポートが長らく指摘してきたように、この10年間、GDPの内容が思わしくないにもかかわらず、日本企業の利益はかなり堅調であった。実際、景気後退に入ったと言われるこの第2四半期と第3四半期において、日本企業の利益は市場予想を大幅に上回って前年比10%増となり、危機を迎えている状況とはほど遠い。これには円の下落も関わっているのは言うまでもないが、銀行を含むサービス産業の利益も予想を上回っている。

第三に、機械受注や個人消費が上向き続けるなど、第4四半期の経済成長率がかなり良好なものになるという兆候がいくつかある。同時に、この直近のGDPデータがさらに円を下落させるなら、それは日本経済を下支えするものになる。

しかし、こういったデータは政治的な文脈でより重要であり、消費税の引き上げは先延ばしになるだろう。これは短期的には経済を成長させ、資産効果により将来の消費が押し上げられるためプラス材料である。

この状況は新たな選挙にもつながり、それによって向こう数年間の安倍政権の基盤が強まり、またひいては安倍首相が経済改革を進める助けにもなるだろう。特に、首相が目指すTPPの合意には追い風になり、それは日本にとって大いに必要なことである。

つまりは、思わしくない経済データも、日本のリスク資産への投資家を心配させるものではないといえるだろう。

# 米中間選挙：共和党が議会の支配権を握ることで大統領との関係は膠着状態に

ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)、  
ロジャー・ブリッジズ(グローバル金利通貨ストラテジスト)  
による 2014 年 11 月 7 日付け配信レポート

米国中間選挙の結果、共和党は上院の 52 議席を獲得し、もともと過半数を占めていた下院でも差をさらに広げ、2006 年来初めて議会の上下両院を支配するに至った。この結果についてはオバマ大統領の不人気が大きな要因ではあるが、有権者のわずか 36.6%しか投票しなかったことは選挙前の議会与党、また一般的に民主党にとって良い結果ではない。大統領選に比べて中間選挙の投票率は大抵低く、これは共和党側にすれば 2016 年の大統領選に向けて喜びも半ばといったところかもしれない。例えば、1998 年の大統領選では、中間選挙で共和党が議会の過半数を獲得したにも関わらずビル・クリントンが 2 期目の当選を果たしている。

選挙結果の意味するものは、ワシントンの膠着状態が続くということだが、今度は下院対上院ではなく議会对大統領の対立になる。主な意見の相違点と考えられるものにはオバマケア(医療保険制度改革)、環境や移民政策があり、これらの分野では大統領と共和党が真っ向から対立している。環境問題は、エネルギーや外交・産業政策など様々な政策分野に関わってくる。民主党は、オバマ大統領の環境政策が原因で、石炭の産出地であるウエストバージニア州やガス産出州のサウスダコタなど主要なエネルギー関連州を落としている。一般的に言って、環境保護主義者は水圧破碎による原油生産や輸出に反対しているが、共和党は支持しており、また、原油の増産は米国のエネルギー自給を可能にして中東からの輸入への依存度を減らせるため多くの有権者にも訴求力がある。

もう一つ、下院と上院の対立による膠着状態が際立っていたのは、9 月に下院を通過した法案で、連邦政府監査院に対して金融政策の検討内容も含めて連邦準備銀行(連銀)の全面的な監査を行わせるというものだった。同案は、下院通過後、民主党により上院の審議から遠ざけられていたが、新しい上院の下でこの状況は変わるかもしれない。共和党議員の中には、連銀が量的緩和策を取ったり他国の中央銀行にドルスワップラインを与えたりすることが権限逸脱だと感じている者がいる。連銀を監査するという案を最初に唱えたのはポール・ライアン議員であるが、連銀がホワイトハウスを味方に付けたことから最終的には見送られた。しかし共和党が議会の支配権を握ったことから、連銀の監査を行ったりその独立性を減らそうとしたりする圧力が改めて起きてくるかもしれない。

2011 年に起きた連邦債務上限をめぐる危機や、2013 年の財政の崖問題の原因の一つとして、歴代大統領に比べてオバマ大統領の議会に積極的に働きかける姿勢が足りなかったことがある。オバマ大統領がこれから 2 年で業績を残したいのであれば、この状況は変わらなければならない。

潜在的な対立の火種はあるものの、大統領が新しい議会とより歩み寄り、協力に前向きになれる分野も存在する。例としては貿易協定を早急に進める権限を与えられていることで、特に環太平洋パートナーシップ(TPP)について言えば民主党よりも共和党のほうがはるかに積極的である。しかし、オバマ大統領は米国の労働や環境の基準および農業が守られるように他の参加国と厳しい交渉をするものと見られ、その任期中に交渉が進展するか疑問視する向きもある。そのため、オバマ大統領の下では TPP が進展しない可能性はかなりあり、参加国は(もし 2 年待てると思うなら)大幅な譲渡をするよりも共和党から大統領が選ばれる可能性を待つことにするかもしれない。オバマ大統領の外交政策の中心はいわゆる「アジア・ピボット(アジアへの軸足移動)」であり、TPP はその中核基盤ともなるものであった。したがって、もしそのリーダーシップ下で TPP を締結することができれば、米国の外交政策の軸足をアジアへ移したという業績を確かに残すことができるであろう。

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。