

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2014年12月29日

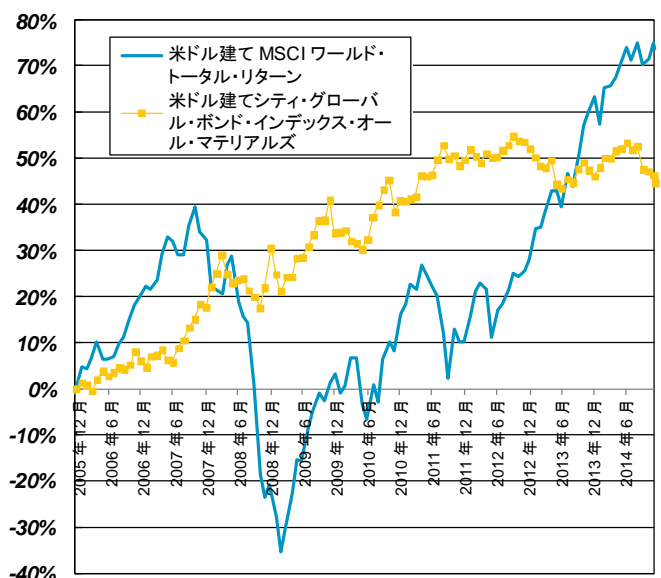
グローバルな景気環境は実質ベースで拡大の見込み

12月11日、当社のグローバル投資委員会は会合を開き、もろもろの市場変動にかかわらず、少しずつ上昇している G-3 債券の利回りとますます堅調な米ドルを考慮して、**世界株式市場に関する 6 月末までの肯定的見解を変えないこととした**。当社は G-3 経済がエコノミストの期待に沿って適切に成長すると予想している。日本およびユーロ圏の経済はかなり堅調であり、これらの地域に懐疑心を抱く**投資家をプラスの方向で驚かさざらうと**見ている。一方で、米国経済は極めて堅実なペースで成長し続けるだろう。よって、当社は、**商品価格もまた適度に回復すると予測している**。そのような状況下でも米国の消費者物価指数は 6 月にかけて減速するはずだが、上昇し続ける家賃が原因でコア・インフレは「動きが鈍い」はずだ。6 月か 7 月の最初の利上げの後、連邦準備制度理事会 (FRB) は**会合ごとにほんのわずか、12.5 ベーシスポイントづつしか利上げしない**だろう。一方、当社は、**欧州中央銀行 (ECB) がソブリン債の量的緩和に着手するだろうが、おそらく「こっそり」と、もしくは間接的に**行うだろうと引き続き見ている。かくして、日本銀行とともに、金融政策は FRB と異なるままだろうが、**何れの中央銀行も食品とエネルギーを除く消費者物価指数 (CPI) を更にもっと念入りに注視し始める**だろう。当社は、米ドル建てであっても、G-3 の中で日本の株価がこの期間に最も上昇すると見込んでいる。

最後に、現在進行中の幾つかのテーマについて最新情報を提供するが、この困難な時期に投資家にとって有用であることを願う。

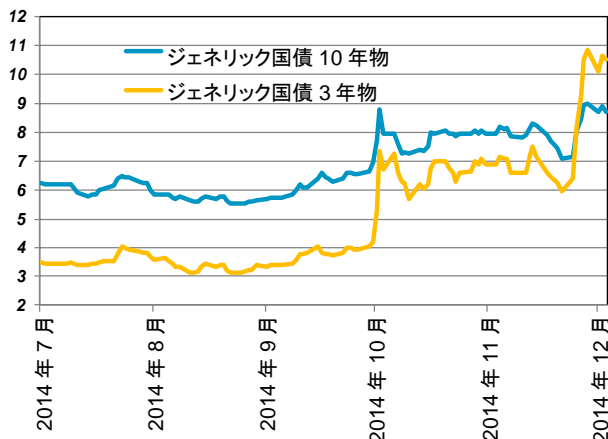
2005 年以降のグローバル資産のリターン (米ドル建て)

(12月8日まで)



出所:ブルームバーグ

ギリシャ国債利回り (%)



出所:ブルームバーグ

マーケットウォッチ

10月に、ギリシャの国債利回りは欧州周辺国の下降傾向から脱却した。最近になって下降傾向は更に弱まり、逆イールドカーブという憂慮すべき事態が新たに起きている (現在、3年物の利回りが10年物の利回りを優に上回っている)。これは、政策金利が上昇する環境では異常な出来事ではないかもしれない。だが、この場合は債券のリストラへの更に高い期待を意味している。大規模な経済的リストラと公的な貸し手の援助の後でギリシャの財政状況や経済状況は実際に改善しているのだから、反ユーロ圏のスィリザ党の高まる人気は多くの面で問題である。しかし、更に多くの政治的、経済的リストラが求められている。それにもかかわらず、ギリシャの有権者の多くは、リストラの方針転換を支持する党に投票したいと思っている。有権者と痛みを伴うリストラを要求する権力者との間には常に「チキンゲーム」があるが、当社は結局、有権者も鍵となる政治家も次回の選挙戦では大混乱を避けると見ている。

2015年の日米欧経済は予想を上回る見通し

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12月17日付け配信レポート

はじめに

どうやらグローバル投資委員会の会合は、毎回ボラティリティが大幅に高まっている最中に開かれるようだ。今回も例外ではなく、投資の世界はありとあらゆる新たな課題に直面していた。とは言え12月11日の会合では、こうした新たな要因のすべてを考慮し、世界的な経済環境、金融市場、および投資戦略に関する助言についての当社の考えを更新した。

振り返って見ると、第3四半期の日本と欧州の景気低迷は当社の予想を上回り、原油価格の急落は(ほとんどすべての者にとって同様)当社にとって予想外だった。しかし前回の会合以来、グローバル株式のリターンは実際にドル建てでもプラスとなり、グローバル債券を大幅にアウトパフォームしている。当社は世界経済と先進国株式の先行きについてまずまず強気な姿勢を維持しており、米国株式については極端な楽観視はしていないものの、日本株式に関してはかなり楽観的な見方を取っている。いくつか気になる問題が存在するのは事実だが、それはいつものことであり、そのどれ一つとして、景気拡大の勢いやリスク資産価格の上昇を妨げるほどではないと考えている。特に、原油価格を理由にインフレ率(長期的なインフレ期待を含む)が低水準にとどまっていることを踏まえれば、連邦準備制度理事会(FRB)が2015年6月か7月に利上げを行ったとしても、10年米国債利回りが大幅に上昇することはないと思われる。一方、米国以外の債券市場と為替市場は、2015年下期にFRBが小幅な利上げに踏み切れることをほぼ完全に織り込み済みである。興味深いことに、日米欧と中国の景気が反発したことを受け、当社はコモディティ価格が3月末までに上昇し、その後も2015年を通じて上昇基調をたどるとの大胆な予想を立てている。こうした見方に対する主なリスクは政治に関するものであり、ギリシャやロシア/ウクライナ情勢、そして不安定な新興国市場が筆頭に挙げられるが、信用市場もまた、エネルギー・セクターの問題が飛び火しないかどうか注意する必要がある。

世界の経済環境

(注記:特に記載がない限り、本レポートに含まれる日付はすべて暦年に基づいており、成長率は季節調整済みの年率換算値(SAAR)である。)

今後の日米欧のGDP成長率はエコノミストのコンセンサス予想に沿った水準となり、2015年上期の米国経済は堅調さを維持し、(2014年第4四半期に極めて好調となった)ユーロ圏と日本経済は、徐々に回復すると見られる。しかし日米欧の経済が、実際にコンセンサス予想(日本とユーロ圏に関し、かなり高い成長率を見込んでいる)に沿った展開となった場合、現時点では両地域の先行きに懐疑的な投資家が多いことから、投資家にとってはポジティブ・サプライズとなるだろう。

第一に、米国経済は引き続き極めて堅調に推移すると見られ、コンセンサス予想と同様、2015年上期に前半期比2.8~3.0%(SAAR、2015年下期も同様)の成長を遂げると予想している。消費者支出、設備投資、住宅建設が牽引役となるだろう。雇用に関して言えば、2015年の雇用者数は健全なペースで拡大し続け、失業率は徐々に低下すると見ている。この間、賃金の上昇率は拡大し、幸運にもガソリン価格の下落という強力な追い風もあり、実質ベースで見た消費者支出を支えるだろう。これにより住宅需要が高まり、住宅が値上がりし、資産効果が強まる可能性が高い。他のマクロ経済指標も堅調さを示していることから、FRBが金融緩和を徐々に縮小していくことは確実と思われる。

日本経済は2014年第3四半期も後退を続け、当社予想やコンセンサス予想よりも大幅に悪化した。主たる問題は、賃金の伸び率が、インフレ率や消費税率の上昇に追いついていないことである。また在庫水準も引き続き低下基調をたどり、設備投資は(やはり消費税率の引き上げが一因となり)予想を大きく下回っている。しかし「増税ショック」が薄れ、賃金が増えれば(最近衆院選に勝利した安倍首相が企業に給与引き上げを求めていることがその追い風となるだろう)、日本経済は2014年第4四半期にようやく回復し始め、その後も回復軌道をたどると見られる。当社は、在庫補充の動きや個人消費、設備投資が牽引役となり、2015年上期の成長率は前半期比2.4~2.6%(SAAR)、2015年下期の成長率は同1.6~1.8%(SAAR)に達すると予想する。天然ガスの輸入価格が原油価格に基づいていることを考えれば、エネルギー価格の下落も景気を大きく後押しするだろう。インフレ率に関して言えば、原油価格の下落を理由にCPIは鈍化しつつあるものの、特に食品とエネルギー価格を除いたCPIに関しては、円安がインフレ率の押し上げ要因となるだろう。またインフレという観点から見れば、家賃も重要な要素である。本レポートで従来から指摘してきたように、家賃の上昇なくしてコア・インフレ率の十分な上昇はあり得ないためだ。

ユーロ圏でも、ウクライナ危機に関連した経済制裁が大きな痛手となり、第3四半期の経済成長率は引き続き当社予想やコンセンサス予想を下回ることとなった。しかし大幅な輸入超過となっている原油の値下がりが大きくプラスに寄与し、ユーロ圏の経済は今後回復すると予想される。当社は2015年上期の欧州のGDP成長率を前半期比1.2~1.4%(SAAR)、2015年下期を同1.7~1.9%と予想する。ユーロ安や、特に中小企業向けの銀行融資に対する欧州中央銀行(ECB)の奨励策を背景に信用状況がやや改善していることは、大きな支援材料となるだろう。一方、CPIは今後、前年比0%付近まで低下すると見られる。ECBはコア・インフレ率をベンチマークとはしていないものの、今後はこれまでに以上に注目を集めると予想される。コア・インフレ率が0.7%であれば、デフレ懸念はある程度緩和されるだろう。

2015年の日米欧経済は予想を上回る見通し

とは言え、水面下のユーロ圏は依然、全体としては極めて脆弱であり、動向をつぶさに見守っていく必要がある。特に、(政治家や有権者は混乱を避けようとするだろうが)ギリシャの大統領選挙は重要であり、欧州周辺国で再び社会不安が加速するかどうかからも目が離せない。最後に、地政学的状況が重要であることは言うまでもないが、ウクライナ情勢に関しては両陣営ともさらなる深刻化を望んでおらず、基本的には膠着状態が続くとの見方を維持している。

中国は景気刺激策を再度実施し、新興市場国は明暗が分かれる

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12月17日付け配信レポート

中国経済の減速は、政府の統計が示すよりもはるかに深刻である可能性が高い。そうでなければ、中国政府が不動産市場などに対する締め付けを反転させることはなかっただろう。また中国政府はインフラ・プロジェクトを大幅に拡大したほか、中国人民銀行(PBOC)は利下げを行い、住宅ローンを拡大するよう銀行に働きかけている。当社は、中国経済が安定化し、2015年上期には前半期比6.7%(SAAR。前年同期比では6.8%)の成長率を達成すると予想するが、この数値はコンセンサス予想である7.0%を下回っている。2015年下期の成長率は、前半期比7.0%(SAAR)と、やや上向き見通しである。政府やPBOCによる景気刺激策に加え、原油価格の下落も中国経済の強い追い風となることが予想される。一方、CPIは急激に低下しており(その場合、家賃がほぼ上昇していないことになるが、やや疑わしい)、パイプライン・インフレ率は依然としてマイナスである。このところ輸出はやや持ち直しているものの、コモディティ価格の下落を主因として、金額ベースで見た輸入は減少している。住宅着工件数は急激に減少しつつあるが、少なくとも2015年上期の間は受注残が景気を支えるだろう。他方、自動車販売台数は比較的堅調さを保っており、今後の動向に注目する必要がある。

政府が景気刺激策を再度実施しているにもかかわらず、中国の景気が悪化する可能性はある。住宅市場の輝きはだいぶ失われ、個人、企業および地方政府の大部分に対する信用状況は逼迫した状態が続いている。環境汚染を改善するために鉱工業生産は抑制された状態が続くと見られ、当社は(数年前から指摘してきたように)環境問題の解決に向け、現在の楽観的な予想をも上回る大規模な試みがなされると予想している。しかし、改革に向けた最近の努力によって、中国の2015年の経済成長見通しは大幅に改善すると思われる。官庁の煩雑な手続きを減らし、成長の量よりも質が重視されるようになることで、投資家と企業の信頼感が高まり、先端機械やシステム制御ソフトに対する設備投資の拡大につながるだろう。とりわけ、中国のサービス・セクターは非常に大きな可能性を秘めており、今後も中国経済を牽引する主要因となると見ている。

(サウジアラビアがイランとロシアに制裁を加えようとしたという)地政学的な理由から原油価格が引き下げられたことを受け、多くの新興国の経済見通しは様変わりした。ロシアやベネズエラなど脆弱な国のいくつかはすでに危機的状態に陥っており、その他の数ヶ国に関しても、見通しが明るいとは言えない。FRBによる利上げと米ドル高も逆風となるだろう。原油価格の下落はアジアをはじめとする石油輸入国にとってプラス材料と言えるが、中には現在、大規模なコモディティ生産国として痛手を被っている国もいくつか含まれている。

しかし先に述べたように、当社は2015年第1四半期にはコモディティ価格が反発し、その後も年間を通じて上昇基調をたどると予想している。それによって、深刻な危機は回避されると思われるが、全体的なコモディティ価格は2014年半ばの水準を大きく下回る状態が続くと見られ、現在低迷している諸国について極度に楽観的な姿勢を取ることは難しい。特に一部の国に関しては、経済へのダメージが、高騰した不動産価格にどのような影響を及ぼすかを注視する必要がある。したがって、要約すれば、新興国の通貨、金利および株式市場は国によって大きく明暗が分かれ、かつ非常に不安定な状態が続く、多くの投資家の神経をすり減らすことになるとと思われる。トルコは注目すべき、興味深い国の一つである。原油価格の下落はトルコにとってプラス材料であるものの、世界的な(そして国内の)資本の流れに左右されやすく、トルコ市場が低迷するようであれば、問題が新興国に大きく飛び火する兆しと言っただろう。

FRBの「小出しの利上げ」とECBの「小細工したソブリンQE」

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12月17日付け配信レポート

FRBの2人の「コア・メンバー」(フィッシャー副議長、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁)の最近の主な発言からすると、低インフレにもかかわらず、FRBの基本シナリオは「2015年半ばに利上げに着手する」というもののものである。米国の経済状況はこれを正当化しているものの、より正常な(ゼロではない)政策金利を持ちたいという願望があるようだ(もちろん、FRBは市場を導くためにリバース・レポなど他の手段も使うだろう)。当社は9月時点では、利上げは2015年6月になると推定していたが、現時点では7月も選択肢として含めている。FRBは低インフレを背景に、極めて緩やかに金利を引き上げるだろう。FRBは利上げに着手した暁には、金利をかなり予測しやすい形で(よって米連邦公開市場委員会(FOMC)の各会合で)引き上げたいと見られるが、1会合当たり25ベースポイントの引き上げでも脆弱なグローバル・シナリオを踏まえると急速過ぎると見なされるかもしれない。したがって、FRBは各会合で12.5ベースポイントずつ金利を引き上げるという「小出しの」アプローチを取る可能性が高い。そうなれば、フェデラル・ファンド(FF)金利の誘導目標レンジは年末時点で0.75~1.0%となるだろう。これは引き続き経済を強く刺激し、リスク資産を支援する水準である。

米国のインフレ率に関しては、原油価格の緩やかな回復を仮定しても、CPI上昇率は3月には1.2%に減速するだろう(さらに6月時点でも、この水準にとどまるだろう)。一方、住居費が依然として上昇していることから、コア・インフレ率は2015年の大半の期間を通じ約1.8%で推移する公算が大きい。これはFRBの利上げのある程度の根拠となるだろう。

日本では、日本銀行が10月末に大方の意表を突いた。当社は夏の時点で、日銀は追加緩和に踏み切り、市場を驚かせると考えていたが、円が下落し、日銀の発言が引き続き自信に満ちていたため、この予測を2015年に後ずれさせていた。2000年代初めに財務省で為替介入を担当していた黒田総裁が市場を動かす術を学んだことは間違いない(これに対し、黒田総裁の前任者は多くの点で大胆に市場を動かそうとしていても、常に期待外れのガイダンスで興奮めな結果に終わった)。しかし、当社は日銀が今後2四半期に追加措置を取るとは予想していない。注目すべきことに、G20の円安への批判は限定的なものにとどまっている。それどころか、新任の米財務省国際問題担当次官のネイサン・シーツは、「日本のデフレ脱却は世界経済にとって極めて重要である」と述べ、日銀の措置を支持した。地政学的状況がこうした忍耐強さに寄与していることは明らかだが、円がさらに大幅かつ急激に下落すれば、不満が強まることも考えられる。加えて、日本はおそらく、円の変動が過度に激しくなることを望んでいないだろう。低調なマクロ指標も円安の一因となっているが、これは今後数四半期で反転し、FRBの金融政策との乖離に起因する下落の一部は相殺されるだろう。一方、食品・エネルギーを除くCPIは(日銀はこれをベンチマークとしてますます重視すると予想される)、勢いを失い続けている(10月の上昇率は6ヶ月比年率0.4%にとどまった)。

以前指摘したように、家賃が注目すべき重要な要因となるだろう。

ECBの見通しに関するコンセンサスはやや交錯しているが、当社はECBが2015年初めに(さもないれば2015年第2四半期に)、何らかの形の「ソブリン債による量的緩和(QE)」を実施すると予想している。ECBが反対を和らげるために、例えば証券市場プログラム(SMP)と同様に、当初は購入を不胎化した後、非不胎化するという間接的な形式/手段を使うことも考えられるだろう。ドイツ連邦銀行はこの種の「小細工したソブリンQE」の実施についてすら極めて消極的であり、債券利回りがすでに極めて低い水準にある現状では、そうした措置の効果には大いに議論の余地がある。しかし、ドラギ総裁の意志は強固に見え、十分な賛成票を得る公算が大きい。もともと、ECBは政府の改革努力に水を差さないことを望んでいることから、量的緩和プログラムは(少なくとも初めのうちは)控えめな規模になると見られることを指摘しておきたい。

地政学とコモディティ価格

地政学的状況を左右している目下の主な要因は、原油価格を押し下げること、イランと(シリアとイランを支援している)ロシアに打撃を与えたいというサウジアラビアの意向であろう。これはサウジアラビア自身の財政状況に大きなダメージを及ぼし、米国のシェール産業を縮小させていることから、こうした政策が数カ月よりもはるかに長い期間持続するとは予想されない。米国のエネルギー産業の設備投資の大幅な縮小が現実化し、米国の供給が抑制されれば、サウジアラビアは勝利を宣言するだろう。さらに、低価格により、世界のエネルギー需要は増加すると見込まれる。

ウクライナでは両陣営とも過度に攻撃的になることを望んでおらず、膠着状態が続くという当社の予測に変わりはない。制裁や報復が世界経済に深刻な影響を及ぼすとは予想されないが、この冬にロシアのガス供給が削減されれば、関係が極めて緊迫化することも考えられる。当社はイラクも、お互いに相手陣営の地域を統制できない膠着状態となると予想している。その他のリスク(中国の積極的な領土主張、北朝鮮、他の中東・北アフリカ諸国の政情不安、新興国の政治抗争など)は、場合によってはリスク資産市場に不安感を生じさせることもあるだろうが、危機につながるとは考え難い。こうしたシナリオと世界的な景気回復を踏まえ、当社はブレント原油価格が2015年6月末に72米ドル、12月には76米ドルに上昇し、コモディティ価格も総じて緩やかに上昇すると予想している。

FRB の「小出しの利上げ」と ECB の「小細工したソブリン QE」

債券と通貨に関する目標水準

低水準の原油価格、ECB と日銀の極めて積極的な措置、ユーロ圏と日本の予想よりも低調な経済成長を背景に、日米欧の債券利回りは当社が 9 月に予測したように上昇するどころか低下した。しかし、当社は世界経済とコモディティ価格が反発するという見通しに基づき、利回りは今後 2 四半期にわたり緩やかに上昇すると予想している。10 年米国債に関する当社の 6 月末の目標水準は 2.45% (12 月は 2.65%)、10 年日本国債と 10 年ドイツ国債の 6 月末の目標水準はそれぞれ 0.50% と 0.85% (12 月はそれぞれ 0.7% と 1.0%) である。オーストラリアに関しては、これらの期間にそれぞれ 3.2% と 3.4% に上昇すると予想している。これは (当社の為替レートの目標水準も加味すると)、シティグループ WGBI (世界国債指数) のリターン (クーポン収入を含む) が当社の基準日である 12 月 8 日から 3 月末までに米ドル建てで -0.5%、6 月末までに -1.7% となることを示唆している。したがって、当社は米ドルベースの投資家の観点から、グローバル債券に関し強気ではない。一方、この指数は円ベースでは円安を背景に (以下を参照)、3 月末時点で 0.4%、6 月末時点で 0.9% のリターンを上げると見込まれる。当社は 10 年日本国債の 6 月末までの円ベースのリターンの目標水準を -0.2% (年末までは -1.7%) に設定していることから、引き続き、日本の投資家には日本を除く債券を選好するよう推奨する。

日本の大規模金融緩和姿勢と FRB の政策引き締めとの対照性、大幅な貿易赤字、海外金利の相対的な高さを背景に、当社は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。当社は現時点で、米ドル/円は 3 月を 122、6 月を 124、年末を 126 で終えると予測している。年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が海外投資を増やす方向に投資方針を変更したことも (真に投資されるのか、期待されるだけなのかを問わず)、引き続き円を下落させる方向に作用するだろう。

他のアジア太平洋諸国に関しては、人民元は来年の 6 月および 12 月に対米ドルで横ばいで推移し、豪ドルはこれら 2 つの期間に対米ドルで 0.80 に下落すると予想される。ユーロに関しては、大幅な経常黒字にもかかわらず、「小細工したソブリン QE」を背景に、6 月末に対米ドルで 1.20、12 月末に 1.18 に下落すると見込まれる。

地域別株式および資産クラスの当社予測

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12月17日付け配信レポート

株式市場

当社の予想しているマクロの背景は、全般的に世界の株式市場にプラスになっているが、米国株式に関してはさほどでもない。確かに、基準日である12月8日以降の当社の予想を集計すると、MSCI ワールド・トータル・リターン・インデックスは6月までに(年換算せずに)米ドル建てで4.4%(円建てで7.1%)上昇し、年末までに10%(円建てで14.6%)上昇すると見られる。現在の低金利環境下では、これは特に円ベースの投資家にとって大変魅力的な利益である。

S&P500の株価収益率は依然として今後12ヶ月間の予想利益に対して16.6倍であり、これは歴史的にやや高いように見えるが、1950年代以降のどの時期よりも構造的な低金利が続いていることを考えると、適正な評価であると当社は見ている。確かに、債券の利回りが上昇しそうな現在、これ以上の再格付が可能だと当社は見ていないが、2015年を通して株価は収益と共に上昇する余地があると見ている。主に海外収益に対する米ドル高のマイナスの換算効果やエネルギー価格の下落のために、収益に関して当社はコンセンサスよりもやや楽観的ではないが、S&P500の1株当たり利益については、現在の低金利環境下の市場を支えるM&Aや株式の買戻しも考慮し、2015年に7%の伸びを予測している。

ユーロ圏市場の株価は2015年収益予想の14倍であり、特に欧州の企業の収益構造は高度にグローバル化され世界の成長から必ずや大いに利益を得られるので、当社には魅力的に見える。米国と同様に再格付は考えていないが、株価は収益と共に上昇する余地があり、2015年には16%の大きな伸びを記録し、活発なM&A活動やECBの新しい量的緩和政策や超低金利に支えられているものと当社は見ている。欧州での非常に低い債券利回りを考えると、3.3%の配当利回りも大変魅力的である。

日本市場はこの数ヶ月間上向きだが、これは主に円安によるもので、日本は当社が期待したようには世界市場で他国をアウトパフォームしてこなかった。しかし、自公連立政権の圧勝に終わった今回の衆院選を考えると、アベノミクスには改革を加速し懐疑的な投資家を驚かせる大きなチャンスがある。更に、2015年に日本銀行やGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は株式を10兆円近く買い入れると見られている。確かに、アベノミクスは特に(製造業、非製造業セクターともに)税引前利益が歴史的に高値に上昇した企業と(少なくとも円ベースで)株式投資家に対して効果を上げており、今後もうまくいくだろうと当社は見ている。

実際、特に、円安だけではなく成長するグローバル経済やアナリストの懐疑が薄れることなどで収益予想が多分上昇し続けるだろうから、15.5という今後12ヶ月間の市場の予想利益に対する株価収益率は大変魅力的である。TPPに関しては、安倍総理は成功するために必要なことを何でもする旨を明確にしており、当社は米国議会が来春に関連法案を採択すると見ている。これはおそらく改革の「三本目の矢」の最も重要な部分であるが、他の多くの改革も政治的に敏感な案件であるために「トップニュースの裏に隠れて」制定されてきた。最後に、当社は引き続き、株式投資の文化が日本で発展すると予測している。インフレ率や消費税率が中長期的に上がる可能性が高いため、今もまだ残っている「無リスク」の考え方がおそらく退職後の貧困を意味するからである。

日本を除くアジア太平洋地域では、オーストラリアが明らかにコモディティ価格の下落で痛手を受けている。一方で、当社の9月時点の予想どおり、香港は中国の改革で自信が高まり恩恵を受けている。2015年にはコモディティ価格が回復してオーストラリア経済は必ずや活気を取り戻すだろうし、香港は引き続き中国の改革の恩恵を受けるはずだが、香港ドルがペッグ制になっていたり金利に対して香港の上場企業が敏感な対応をしたりするために、FRBによる利上げは多分ある程度の逆風となるだろう。

地域別では、次の半年間、**米国はアンダーパフォームし、欧州で幾らか勢いを取り戻し、日本のパフォーマンスが一番良くなる**と当社は予測している。日本を除くアジア太平洋地域でも、6月末まで基本的に世界市場の動きと合わせて株価はかなり上昇すると見ている。

主要なリスク

新興国市場間および高利回りの企業債務の場での悪影響(特にエネルギー・セクター)が最大のリスクであると当社は見る。疑いもなく、地政学は依然として重大なリスク要因であり、当社は、察知したいかなる変化にも対応できるように備え続ける。一方で、当社はエボラ熱についてまだコメントを出していない。ほんの2ヶ月前にエボラ熱が人々を大変な恐怖に陥れたとは言え、今のところこれを主要な脅威と考える理由はない。最後に、欧州を大変注意深く見守らなければならないが、これは、特にギリシャの大統領選挙で、以前の選挙で台頭してきているスリザ党が権力を握った場合、重大な景気低迷のテールリスクを決して無視できないためである。

地域別株式および資産クラスの当社予測

投資戦略の結論としての見解

投資の世界は急速に変化しており、2015 年はきっと非常に興味深い年となるだろうが、世界の株式市場に関する当社のかねてからの肯定的な見解を変更する理由はない。特に、以下の理由により、株式は依然として適正に評価されており(欧州と日本では幾分割安だが)、株価は収益と共に上昇する余地があると当社は見ている。

1) 石油価格の低下を主因とする非常に堅調な米国経済や日本およびユーロ圏経済の回復。これは大勢の投資家を驚かせるだろう。

2) 中国経済の再活性化

3) FRB による慎重な利上げ。これは米国株式にとって引き続き非常にプラスになる背景であり、ECB、日銀および中国による一層の金融緩和を伴う。

ならびに

4) 日本のアベノミクスの加速やグローバルな M&A 活動の増加など、他の下支えとなる要因

翻って、これらの出来事は、FRB による利上げと相まって、債券利回りをおそらく適度に上昇させるだろう。よって、当社は依然として債券よりも世界の株式を重視しており、とりわけ日本株に関して非常に建設的な見解をとっている。

視点:ムーディーズによる日本格下げ

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12月2日付け配信レポート

ムーディーズが日本国債を A1 に格下げしたが、それが債券利回りや景気、またはリスク資産に対する心理に大した影響を与えとは思われず、短くコメントするだけで事は足りる。主な理由は、ムーディーズがあまりにアベノミクスの効果を過大に見込んでいることで、かたや市場関係者のほとんどはそれほど楽観視していない。

しかし、ムーディーズが正しいと想定し期待インフレ率がより安定するとすれば、経済は回復しているはずで財政収入も大きく増えているはずであり、日銀はその緩和策を少しずつ縮小することができているはずである。

そうなれば金利は上昇するだろうが、10年金利がいわゆる「リーマン危機」以前の1.5%前後より高水準になるとは考えにくい。この水準になっても何らの危機を引き起こすものではなく、むしろ当社では、経済が安定すれば正常な金利水準だと見ている。もっとも、消費税の引き上げが再度先送りにされるような様子があれば懸念材料になるが、その可能性は低いと当社では見ている。

アナリストの中には、日本国債に関する本当のリスクは日本円が制御不能の形で大きく下落することだとする向きもあるだろう。しかし、日本には1.2兆ドルを上回る外貨準備高があり、そのような事態になることを防ぐことができるため、こういったシナリオの可能性は非常に低いと当社では考えている。

最後に思い出していただきたいのだが、ムーディーズは2002年に日本の現地通貨建て長期負債をA2に格下げし(2000年代後半に何段階か引き上げたが)、欧米のメディアがA2という格付けはボツワナよりも下で、日本の危機の始まりだといったコメントを盛んにしたが、それ以降も日本の債券市場はAAA格付けの市場にずっと近い動きをしてきた。

日本企業の収益性:「ショー・ミー・ザ・マネー」コーポレート・ガバナンス

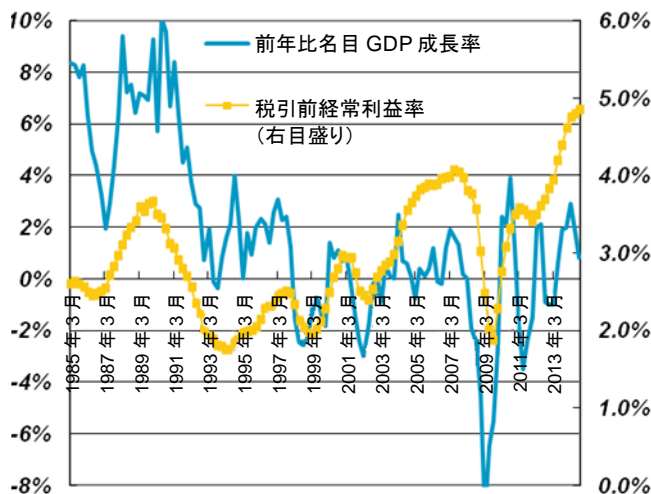
ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)による
2014年12月4日付け配信レポート

日本株投資家はマクロ指標が弱いからといって気をもむ必要はない。なぜなら、日本企業は10年近くも合理化やコーポレート・ガバナンスの改善によりマクロ経済の弱さを乗り切ってきたからである。事実、最近発表された2014年第3暦四半期の企業業績は(上場企業だけでなく)、GDP成長率が低迷しているにもかかわらず、4四半期平均の税引前利益率が4.84%と過去最高に達したことを示している。

前年同期比ベースでは、経済の弱さにもかかわらず税引前利益は7.6%増加しており、したがってもし2014年第4暦四半期に当社が予想しているように経済が大きく反発すれば、企業利益はさらに改善するはずである。しかし、注意しなければならないのは、2013年第4暦四半期と2014年第1暦四半期は消費税率引き上げ前の駆け込み需要のため比較対象としては非常にベースが高いということである。そのため、利益率は急激に増加するというわけにはいかないが、向こう2四半期さらに上昇すると見ており、それは日本の構造的な利益率の傾向が上向きであることの証左となるだろう。

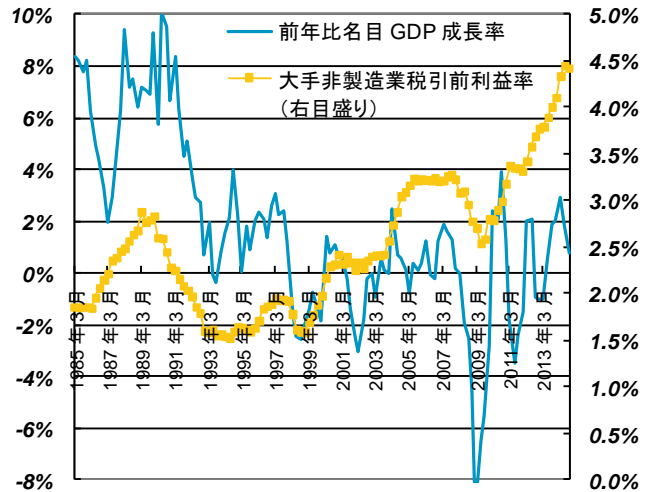
以前にも述べたように、業績改善の要因は輸出にかかわる外為関連の利益だけではなく、それは次に示す二つ目のグラフにあるようにサービス産業の利益率も過去最高レベルにあることから言える。

4 四半期平均の税引前利益率と日本の名目 GDP 前年比成長率 (上場企業だけでなくすべての非金融企業)



出所:財務省、ブルームバーグ 2014年第3暦四半期までのデータ

…非製造業のみで(金融を除く):



出所:財務省、ブルームバーグ 2014年第3暦四半期までのデータ

結論

1. 利益率は構造的に上昇しており、コーポレート・ガバナンスの改善によりバブル期の水準さえも大きく上回っている。
2. アベノミクスは円の為替レートが正常に戻り、また労働市場や税制の意味のある改革により(パート労働市場の自由化、いわゆる復興特別税の削減など)企業利益に大きなプラスとなっている。
3. 自由化をさらに進めることと景気の回復で、利益率はさらに向上すると当社では見ている。

日本は景気後退に？ 3つのキーポイント(再論)

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12月9日付け配信レポート

この話題に関して当社の前回のレポートで挙げた3つのポイントは変わっていないが、今回のデータには通常と違った所がもう少しあり、そのため巷のエコノミストは当惑しており、そして当レポートは議論を引き起こすであろうから、それについて触れておく。

第一に、前期までのGDPデータ確定値は上方修正されていたことを挙げたい。そのため、今回前四半期比ベースでは下方修正されたものの、2014年第3暦四半期の日本の実質GDP(円ベース)は以前に予想されたものよりも上回っているのである！これは特に実質設備投資の部分について言えることで、現在の値は前四半期比ベースでは大きく下方修正されたものの以前の予想に比べ1%近く上回っている。さらに、実質設備投資がその「先行指標」を追う形にはなっておらず、エコノミストはほとんど全員が設備投資は上方修正されると予想していたため困惑している。それだけでなく、「乖離要因」(GDPの実質ベースの構成要素の合計と実質GDPとの差)は大幅なマイナスが続いており、おそらくGDPの値が実際より小さく集計されていると思われる。

第二に、実質在庫投資の減少幅が以前公表されたものよりも小さかったものの(そして直前の四半期の在庫は上方修正された)前四半期比ではマイナスで、これは理屈に合わないように思われる。実質在庫投資は大幅に改定されることが多く、さらに上方修正されたとしても驚くに当たらない。また、向こう数四半期で実質在庫投資は積み上がると思われ、GDPをかなり押し上げるものと当社では見ている。

第三に、上場企業の利益率の改善傾向(世界経済が大きく変動するときを除いて、GDPとの相関関係はほとんどない)や2014年第4暦四半期のGDPデータについては何も変わっていない。確かに、今回のGDP成長率の下方修正が現実のトレンドを示すものであったら心配であるが、2014年第4暦四半期と2015年第1暦四半期が景気後退のままという可能性は、特に円レートがさらに正常化した現在では非常に低いと当社では(そして市場のコンセンサスでも)見ている。

したがって、前回のレポートの結論は依然として有効である。「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全くないのである。」実際、いまのところ投資家は気にしていないようで、最初に発表される2014年第3暦四半期のGDPデータが日本は景気後退期に入ったと示してからTOPIXはかなり上昇している。

選挙の勝者はアベノミクス

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12月15日付け配信レポート

当社の見方では、自公連立与党が今回の選挙で3分の2という大幅な過半数を維持したことは安倍首相と自民党の改革へ向けた努力を大いに助けるもので、ある程度だが円安を更に進めるとも思われる。ここまでは一般によくある見方だが、あまり議論されないのは今回の選挙での勝利が各省(および各省とつながりの深い政治家)における改革を勢いづかせるだけでなく、経済界の改革をも促進するだろうということである。賃金が目立って上がっていないこと(安倍首相が以前に強く要求したのだが)が、個人レベルではアベノミクスが効果を表わしていない(したがって、個人消費および一般的なGDP成長率につながっていない)要因であるが、今回の勝利はこの点についてもっと前向きになるようにと企業に対して説得する助けになるはずである。

企業利益率は過去最高水準であり、法人税率は引き下げられ(更に引き下げられるとの言がある)、日本経済が持続的に回復するためには経済的恩恵が幅広く分配される必要がある。となれば、賃金を上げることが理にかなっている。実際、もし特定の会社が賃上げをしないとしたら、安倍首相がこれを直接指摘することも大いにあり得ることである。

もう一つ、選挙の結果として大きいのは、米国議会が間もなく「早期一括交渉権」を成立させようとする中、環太平洋パートナーシップ協定交渉(TPP)がいよいよ本格化しようとしており、企業(特に自動車業界の)だけでなく農家や有権者も日本が環太平洋地域と一体化し、経済全体を近代化させるにはTPPが不可欠だと気づくであろうことである。世界の投資家の多くがTPPを最も重要な「第三の矢」だと考えており、交渉が妥結すればアベノミクス、そして日本全体にとって大きな前進となるだろう。

上記から、そしてすでに進行中のアベノミクス政策から、日本経済そしてそのリスク資産の見通しは向こう数四半期を通して更に改善すると見ている。

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。