

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年3月31日

株式のオーバーウェイトを継続、新興国には強気の見通し

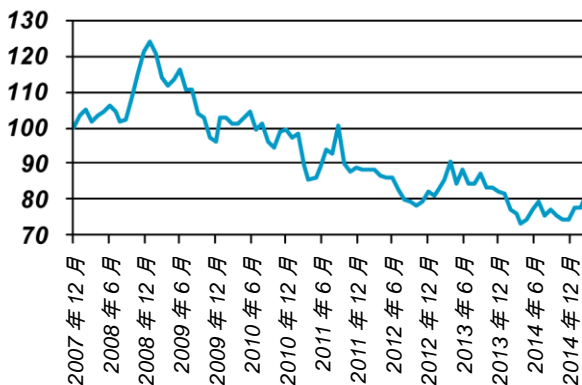
当社のグローバル委員会(GIC)は先日、会合を開いた。本レポートではグローバル株式に対する強気スタンスの継続など、当社の最新の見通しを紹介する。具体的には日本とアジア太平洋地域の株式を引き続きオーバーウェイトとし、欧州株式をアンダーウェイトに変更する。またエネルギー以外のコモディティ価格の底入れが見込まれることから、新興国に対する慎重な長期見通しをより強気のスタンスへ大きく変更する。

これに続き、1) この10年間続いた動向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) 中国の不動産市場の見通しとそれが同国のマクロ経済に与える影響、3) 日本の純輸出回復が鮮明になったことと回復が遅れた理由について最新の見通しを述べる。

本レポートが読者の方々の関心に沿った有益な情報となることを願っている。

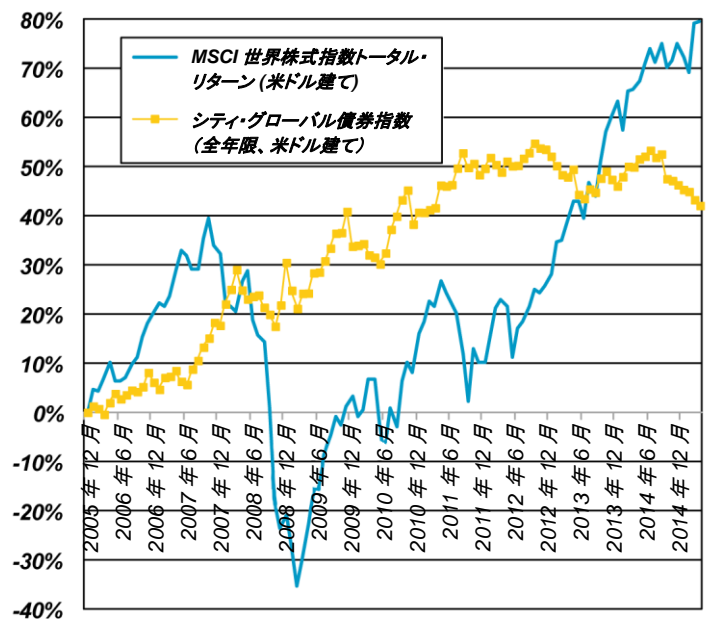
MSCI 日本とMSCI ワールド(日本を除く)のパフォーマンス比較

2007年12月を100、2015年3月20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(米ドル建て) (2015年3月20日まで)



出所:ブルームバーグ

マーケットウォッチ

日本株式は米ドルベース、円ベースのいずれにおいてもリーマン・ショック以降の最高水準まで力強く上昇した。他のグローバル市場とドルベースで比較すると、日本株式は足元では上昇しているものの、依然として大幅な回復の余地が残されていると社はみている。昨年はほぼ全期間にわたり、グローバルマクロ・ヘッジファンドを中心とする外国人投資家の多くが日本とアベノミクスを見限っていたが、現在再び関心が高まりつつある。特に企業収益は大幅に増加し、国内投資家は株式への配分比率を引き上げ、日本では業績改善のために必ずしも円安が必要ではないことが示されている。インフレ調整後の消費者所得は増加し、法人税減税が予定され、環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)はまもなく発効する見込みで、この先、国内総生産(GDP)の堅調な伸びが予想されることから、当社は株価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、アベノミクスは大幅に過小評価されていると考える。

日米欧経済は堅調に回復の見込み

ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)

2015年3月31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は、3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、投資戦略に関するアドバイスの修正を行った。要約すると、いつものことながら懸念すべき問題がいくつかあることは確かだが、株価の緩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。米国の金利引き上げさえも今や市場のほぼ一致した意見である。したがって、利上げが具体化するとボラティリティが上昇する可能性はあるものの、テーパリングと同様、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を思い起こすであろう。実際には事前に様々な懸念があったにもかかわらず、グローバル株式は「テーパリングかんしゃく(taper-tantrum)」以前の水準から大幅に上昇した。しかし、今後1年間は緩やかな上昇にとどまり、バリュエーションは比較的安定した水準を維持すると見ている。

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、日米欧の今後の経済成長率は現時点のコンセンサス予想を上回るが、それは主に異例の要因による第1四半期の景気減速が反転するからであり、2014年と同様の現象である。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回復に転じると見られる。ユーロ圏と日本も予想を上回るペースの景気回復が見込まれる。一方、中国経済は、広く周知さ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、コンセンサス予想通りの成長(使用する公式統計には疑義があるが)を遂げると見られる。

米国経済は確かに強弱交錯しているが、最も重要な要素は個人消費支出であり、これは今後も引き続き極めて堅調に推移すると当社は考える。2015年第2四半期～第3四半期(さらに、それに続く2四半期も)の国内総生産(GDP)成長率は、個人消費と住宅建設を牽引役として3.2%(SAAR、前半期比)と予想する。ただし、設備投資と純輸出は低迷が予想される。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雇用者数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、足元で伸びがやや加速しているものの、公式月次統計は3カ月前比(SAAR)でリーマン・ショック以降の最低水準に近く、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。

米国の経済成長を決定づける重要な要素は自動車販売台数であるが、2月は天候要因のため販売台数は減少となった。投資家は今後の販売動向を注視しなければならない。ガソリン価格の下落によって小売支出は名目ベースで減少しているが、「実質」ベース(インフレ調整後)では堅調である。3カ月平均のガソリンを除く小売売上高は、天候要因による2月の低迷から一転して好調となり、実質ベースの小売売上高(全体)も同様だった。新築住宅販売件数は回復基調にある一方、耐久財受注はこの数カ月間、低迷している。特に航空機受注の落ち込みが大きかった。その理由は、燃料効率改善の必要性がなくなったことと、特に中東・北アフリカや新興市場の多くの国や顧客が航空機拡大を縮減していることから、以前の注文をキャンセルするケースが増えているためである。エネルギー業界も受注が減少しており、この状況は今後も続く可能性が高い。

日本経済は、2014年第4四半期に回復に転じたが、投資家が急速な回復と考えるほどの勢いはなかった。在庫が低水準であることやその他異例の要因により成長率は過小表示されているとする当社の考えに変わりはない。したがって、第1四半期のGDP成長率がどの程度になるか明らかではないが、当社は2015年第2四半期～第3四半期の成長率を2.8%(SAAR、前半期比)、それに続く2四半期の成長率を1.9%(SAAR、前半期比)と予想し、コンセンサス予想を若干上回ると見ている。特に力強い成長が見込まれる分野は、ようやく大きく加速し始めた「実質」輸出である。特に先日の賃金交渉を受けて、足元の「実質」賃金の伸び率が非常に高くなっていることから、個人消費支出も加速することが見込まれる。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。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、向こう2四半期のCPIは0.5%(前年比)を割り込むと見られる。

ユーロ圏の状況は広範囲にわたって改善しつつあり(当社予想およびコンセンサス予想を上回る)、この先も一層の改善が見込まれる。当社は2015年第2四半期～第3四半期およびそれに続く2四半期のGDP成長率を2.1%(SAAR、前半期比)と予想する。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(欧州北部は言うまでもなく、スペインの不動産価格でさえ増勢を維持している)。原油価格の下落によりインフレ率は当社の予想を大幅に下回ったが、これは経済成長のプラス要因であり、欧州中央銀行(ECB)がようやく国債買い入れによる量的緩和に踏み切ることが可能となった。ただし、表面下の体制は全体的に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。ギリシャのユーロ圏離脱は回避されるものの、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。地政学的状況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、基本的に膠着状態が続くと見ている。

中国の見通しと新興国に対する強気の見方

中国経済は概ね当社の予想通り、コンセンサス予想以上の急速な減速を続けてきたが、ハードランディングの様子は無い。当社は中国の2015年第2四半期～第3四半期の経済成長率をコンセンサス予想と同様、6.9% (SAAR、前半期比)と予想している。CPIで測定したインフレ率は非常に低水準にとどまっており、パイプライン・インフレ率は低下している。足元の輸出はやや回復し、金額ベースの輸入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。一級都市の不動産価格はかなり堅調だが、中級および下級都市は大幅な供給過剰のため不動産価格はかなり軟調である。一方、自動車販売は好調を維持しており、今後の動向に注目することが重要である。

大きな痛みを引き起こすにもかかわらず、中国政府は近代的経済への転換を図る中で不均衡の是正は必須と考え、引き続き経済改革の圧力をかけている。中国政府は中央集権化と地方政府の汚職一掃・自治縮小を望んでいる。クレジット・デフォルトはますます幅広く見られるようになり、多くの企業は過剰な担保を提供している。大手銀行の資産運用事業は依然として堅調だが、信託業界は一部のデフォルトへの対応に苦戦しており、そのためリスクのある借り手への与信が大きく削減されている。中国の隠れた巨額の不良債権はまだ十分に開示されておらず、同国の不動産市場は過剰に高騰しているとする当社の考えに変わりはない。さらに、多くの集合住宅の購入は多額の非公式ローンで支えられており、様々な業界の多くの企業が市場で不適切な投機を行っているが、現行の改革によって一掃されると考える。実際、多くの空き集合住宅が投機目的で所有されており、多くの地域で価格下落が続く中で厳しく試されることになるだろう。この価格下落で資産効果はマイナスであるが、これまでのところパニックの兆候は見られず、今後数四半期に政府の継続的な改革により株式投資家は期待を抱き続けることになる予想する。

最後に鉱工業生産は環境汚染を減少するため引き続き抑制される見通しだ。当社は(長年にわたってそうであったように)、この問題の解決に向けて、現在の楽観的な予測すら超えた多大な努力が払われると引き続き予想している。これはあらゆる種類の環境汚染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、過去2～3カ月は比較的安定的に推移したが、減速基調にあることは明白である。米連邦準備制度理事会(FRB)が金利正常化を決定したと見られたことで米ドルが上昇し、結果的にコモディティ価格が下落したことが重大な逆風となっている。日米欧と中国の経済成長が力強さを増しつつあることに加え、各国中央銀行のハト派的な金融政策やコモディティ価格の上昇を踏まえ、現時点で当社は新興国経済に関してこれまでよりも楽観的な見通しを持っている。特にアジアの新興国経済は国内需要が底堅く、対外不均衡は軽微であることから、好調を維持すると考える。

中央銀行

FRBに関する市場心理は依然として大きく揺れているが、当社は初回の利上げ時期の見通しを6月/7月から第4四半期に変更する。底堅い経済成長が続いているものの、9月にかけてCPIが前年比マイナスになれば、FRBは利上げを見送らざるを得なくなると思われる。今年の連邦公開市場委員会(FOMC)委員名簿にはハト派の方が多く名を連ねている上、FRB首脳陣は伝統的にかなりのハト派であることから、FRBは政策金利を年末時点で0.50～0.75%の低水準にとどめると予想する。しかし、こうしたFRBのスタンス変更について当社は強い確信があるわけではなく、FOMCの数名の重要メンバーが語るところによると、FRBはインフレ率を重視せず、近いうちに少なくともある程度の金利正常化を実施したい意向であるとのことである。

米国のインフレ率については、CPIは前年比マイナスが続くと予想する。その理由は、1) 米国産原油の生産が続く一方で、イランからの原油供給が見込まれることにより原油価格の上昇が抑制されること(これは消費者のガソリン支出はもとより、企業コストの相当部分を占める輸送システム全体にも影響を及ぼす)、2) 「オバマケア」によって医療費も大幅に減少していること、3) 住居費用は依然として上昇傾向にあるが、品質改善(特に通信サービス、家電、自動車)の統計処理が物価の下押し圧力となることである。要約すると、当社は9月にかけてCPIは前年比-0.1～-0.4%の範囲にとどまると予想する。同様に2015年のコア・インフレ率も前年比1.6～1.7%の水準にとどまる見込みである。

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。ただし2015年第4四半期に追加的緩和に踏み切る可能性は少なからずある。円安についてのG20からの批判は限定的なものにとどまっているが、円安がさらに進めば批判が高まる可能性があり、おそらく日本も行き過ぎた円安は望んでいないと思われる。景気の改善が見込まれることから、日米欧各国中央銀行が容認可能として合意してきた国内の景気刺激を目的とする金融緩和と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(消費税の影響を除く、エネルギー価格を含む)はかろうじてプラスとなり(円安のため)、エネルギーを除いた1月のCPIは6カ月前比(SAAR)で横ばいにとどまった。家賃はコア・インフレ率の重要項目であるが、依然として低迷している。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非常に困難だと

中央銀行、インフレ、通貨および債券見通し

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、当社にはこの数字の方が適切な目標に思われる。

ECBについては、(当社内でも市場でも)1月末まではコンセンサス予想がまちまちであったが、2月に国債による量的緩和が実施された。これは当社が去年9月に予想した通りだが、その規模は非常に大きく大胆なものとなった。量的緩和プログラムは既に大部分の面で成果を出しており、ECBが2016年9月末までこのプログラムを実施することは難しいだろう。とは言え、今後1年間にECBがほかの政策をとるとは考え難い。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。消費者物価上昇率に関しては、エネルギー価格の下落により2015年第3四半期末までゼロ近辺で推移すると見られる。ただし、1)家賃の上昇、2)小売業者による値引き率の縮小、さらに最も重要なこととして、3)ユーロ圏がユーロ圏外から輸入される商品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、2016年下期までに2%に迫ると見られる。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関して妥協すると見ており、ECBの対応の必要性はないと考える。ギリシャが失敗して改革と緊縮財政を停止すれば欧州の他の国々の有権者も落胆するだろうが、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)、それが最大の要因と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、インフレ率は低いものの景気回復が見込まれることから、現時点では、2016年第1四半期に利上げを行うと予想する。ただし、次回の選挙で政治が過度に不安定となり、経済成長に影響を与えることになれば、利上げが行われぬ可能性がある。他方、万が一、英ポンドが急落して英国が実質的な危機状態に陥ることになれば、BOEは英ポンドを支えるために実際に利上げを行う必要に迫られる可能性がある。

地政学面では、ウクライナは膠着状態が続き、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る。ロシアは日米欧に大きく水を空けられている。**イラクでも、モスルをめぐる戦闘が熾烈を極める可能性はあるが、いずれの側も相手の支配地域を制圧できないため、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、新興国の政治闘争なども時としてリスク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今年半ばまで高まると見られ、サウジアラビアが原油価格を支援するための努力を行っても、**ブレント原油は6月末には52ドルまで下落し、その後も低水準で推移すると予想される。**日米欧および中国の景気回復が、当社の予測通りにコンセンサス予想を下回れば、原油は一層大幅に下落すると予想される。その他のコモディティに関しては、世界経済が力強く成長していることから、米ドルが緩やかな上昇基調にあっても、価格が上昇する公算が大きく、コモディティ価格は総じて、第2四半期まで緩やかに下落した後、ほぼ横ばいで推移すると見られる。

債券および通貨水準の目標

日米欧の債券利回りは、主にECBの非常に大胆な量的緩和プログラム、最近の米国の経済統計に見られる厳冬の影響、原油価格の下落を背景に、当社予想を下回った。しかし当社は、世界の景気回復のペースについて(第1四半期については確かにコンセンサス予想を若干下回るであろうが、これが主な要因となって)コンセンサス予想を若干上回るであろうと見ており、利回りは今後2四半期に緩やかに上昇すると予想する。米国債10年債に関する当社の6月末の見通しは2.10%であり、日本国債10年債とドイツ国債10年債の見通しはそれぞれ0.30%と0.20%である。オーストラリア国債は、2.5%に上昇すると予想する。これは(当社の為替目標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(グローバル債券の指標)の3月20日の基準日から6月末までのリターンが米ドルベースで-1.6%、9月末までのリターンが-2.7%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(下記を参照)のため、円ベースでは6月末までで-0.2%、9月末までで-0.5%となり、若干良い結果となることを見込まれる。当社は日本国債10年債に関して、6月末までの円ベースの目標リターンを+0.4%(9月末までで-0.5%)としており、日本の投資家にとって、日本以外の国債の好ましさはわずかである。

当社は、(先送りされてはいるが)利上げ政策をとるFRBと対照的に、日本が大規模な金融緩和の姿勢をとっていること、日本の貿易収支が大幅赤字であること、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、6月は**1米ドル=122円**で引け、**9月末には123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、米ドルが全面的に緩やかな上昇基調にあることから、人民元は、9月末にかけて対米ドルで横ばいに推移し、豪ドルについては、同期間中に対米ドルで0.76まで下落すると予想する。

ユーロについては、ユーロ圏の引き続き大きな経常黒字の効果がECBの大規模な量的緩和プログラムによって覆い隠され、ユーロは緩やかに下落する公算が大きい。当社の推定値は、6月末時点で1米ドル=1.05ユーロ、9月末時点で1.04ユーロである。

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、明るい。実際、GIC は 3 月 20 日を基準日とする各国の予想を総合し、MSCI 世界総合リターン指数が 6 月末までに米ドル建てで 1.3% (円建てでは 2.8%)、9 月末までに 4.8% (円建てでは 7.2%) 上昇する (いずれも年率換算前) 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してきたが (ただしニュートラルとした四半期も 1 度あった)、今後も当面はオーバーウェイトとする。

S&P500 指数は現在、向こう 12 カ月の予想利益の 17.0 倍という水準にあり、これは歴史的な観点からすると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られる。一方、当社は、債券利回りの上昇が予想されることから、この水準がさらに上昇することはないと見ているが、利益拡大とともに株価が上昇する可能性はあると考えている。米ドルベースの利益の伸びは失速しているが、これは主に米ドル高が海外利益に及ぼすマイナスの波及効果や、エネルギー価格の下落によるものである。それでも、当社は利益が 2015 年に 5% 増加すると予想しており、M&A と自社株買いも市場を支えると見られる。

ユーロ圏では株式のバリュエーションが急上昇し、かなりの高水準となった。これは、ユーロの下落や経済に対する信頼感の非常に低い水準からの回復を受けて、株価が上昇したためである。当社は、利益の拡大が追い付くまで市場は小休止する必要があると考えており (9 月末まで米ドル建てでの上昇はほとんどないと予想している)、6 カ月前にこの地域をオーバーウェイトとしたスタンスを取りやめる。

日本はついにアウトパフォームしたが、国内投資家・海外投資家ともに日本株式の保有割合が依然として小さく、日本株式は過小評価されている。日本株式が上昇するために必要なものは円安ではなく、GDP などのマクロ統計や第三の矢よりも、マイクロ要因 (特に企業利益) の方がはるかに重要であるという当社の確信が証明された。一部の投資家はアベノミクスに失望しており、疑念は依然としてかなり強い。しかし、こうした状況は特に法人税や GPIF 資産の再配分に関するさらなる好材料の発表に伴い、後退しつつある。確かに、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、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良好に機能しており、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 16.3 倍であり魅力的である。また、コンセンサス予想では、円安が緩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、および投資家の懐疑的な姿勢が後退していることを背景に、利益予想が引き続き改善する公算が大きい。したがって当社は、日本株式に関しては、9 月末までの米ドルベースのリターンを 8%、円ベースのリターンを 10.4% (いずれも年率換算前) と予想する。

TPP については、安倍首相はその成功のためにあらゆる必要な手段を講じることを明確にしており、当社は「ファスト・トラック」法案がかなり早い時期に米国議会を通過し、その後間もなく TPP の完全合意が行われると予想している。これはおそらく改革の「第三の矢」の最も重要な部分であり、それゆえ投資心理にとって非常に重要である。最後に、当社は株式文化が日本で間違いなく発展すると予想している。中期的、長期的にインフレ率と消費税率が上昇する公算が大きい中、無リスク投資を維持すれば、退職後の貧困につながると見られるためである。

要約すると、当社の予測では、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、日本および日本を除くアジア太平洋地域は最高のパフォーマンスを上げると見られる。それ故、これらの地域をオーバーウェイトするスタンスをとるべきである。

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、ギリシャや世界の地政学的状況と FRB の積極姿勢であり、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つもりである。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。大幅な下振れというテールリスクは決して小さくないからだ。最後に、中銀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、株式のバリュエーションは適正水準にあり (ただし、欧州株式はやや割高である)、株式は 1) 日米欧のマクロ経済環境が堅調であり、コンセンサス予想を若干上回っていること、2) 中央銀行が緩和的な政策をとっていること、3) 地政学的リスクが後退していること、ならびに 4) 日本のアベノミクス、世界的な M&A 活動の増加、欧州と日本におけるコーポレート・ガバナンスの向上といった他の支援要因を受けて、利益と一致して上昇する可能性がある。当社はグローバル債券の利回りが緩やかに上昇するという見通しと併せて、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。当社は新興市場に関する公式な予測を行っていないが、当社が新興市場に関して長い間抱いていた悲観的な見通しは、とりわけ新興国の通貨市場や株式市場に関して以前よりも大いに楽観的なスタンスに変わった。

日本企業の「ショー・ミー・ザ・マネー」コーポレート・ガバナンスの成功

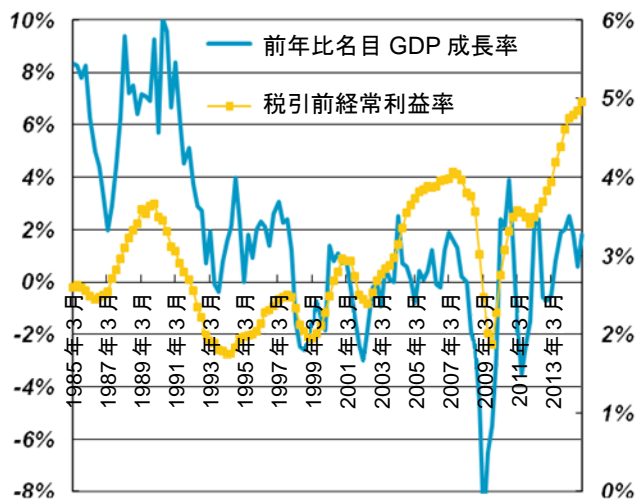
ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)
2015年3月3日

社外取締役の増員をはじめとするガバナンスの問題は中期的に日本にとって極めて重要であるが、日本企業はすでにこの10年間に収益性に関するメッセージを概ね承知している点を理解することが投資家にとって肝要である。これは以下のグラフに示す利益率とGDP成長率の差異に現れている。

日本では小泉政権時代以降、ほぼすべての業界で大規模な合理化が進められ、プレーヤーの数が7社から3社に減少するケースもしばしば見られた。このリストラの成果は欧米の事例に比べて結実するまでに時間がかかった上、相次いで発生した危機(リーマン・ショック、中国の混乱、円高、そして言うまでもなく東日本大震災)の影に隠れて表面化していないが、アベノミクスの導入以降、日本を取り巻くグローバルな情勢は安定していることから、利益という成果が本格的に実現する可能性がある。

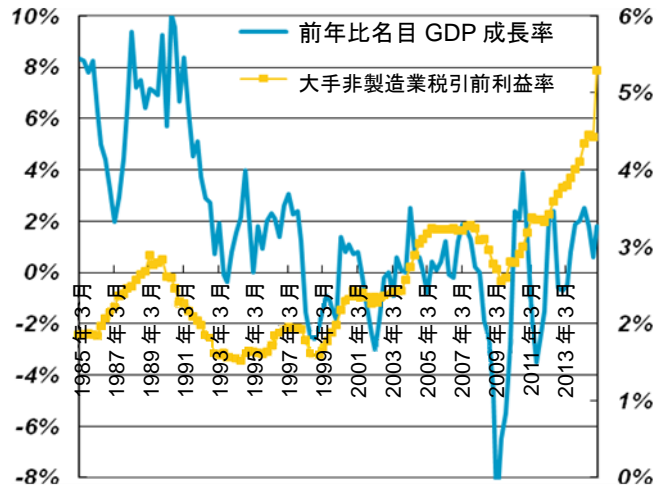
事実、3月2日に発表された第4四半期の全企業業績は(上場企業だけでなく)引き続き上昇傾向を示し、4四半期平均の税引前利益率は4.95%と、過去最高を更新したことが明らかになった。利益率は向こう数四半期にわたってさらに上昇し、日本企業の構造的な収益性が上昇傾向にあることが証明されるものと思われる。また、2つ目のグラフに示す通りサービス業の利益率もほぼ放物線状に急上昇し、過去最高を更新したことから明らかのように、為替による利益が収益向上の主因でないことにも言及すべきであろう。

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4四半期までのデータ

...金融を除く非製造業



出所:財務省、ブルームバーグ、2014年第4四半期までのデータ

これは、円がさらに下落しない限り、日本株式が上昇することはないとするマクロ・ベースのストラテジストの見解を無視すべき理由の1つに過ぎない。バリュエーションが高水準であれば、その主張は正しいかもしれないが、現在のように割安な水準にあり、まもなく大型法人税減税法案の成立が見込まれ、企業収益の一層の伸長が予想されるときにそうした状況は考えにくい。

結論

1. 数年間の再編の進展は表面化していない(相次ぐ危機と日本の余剰人員削減プログラムが漸進的に行われたため)。
2. 「ショー・ミー・ザ・マネー」コーポレート・ガバナンス: 日本企業は企業の収益性を極めて重要視している。
3. TOPIX 構成銘柄の配当金は再び増加傾向に転じており、今後5年間で倍増することが予想される。
4. アベノミクスは円の為替レート正常化により企業利益に強力なプラスの影響を与え、規制緩和の進展に伴って利益率は次第に上昇すると見られる。
5. 人口統計学上のマイナス要因は GDP 成長率に関連しているが、優れた自動化および効率化能力を有する国はそうした要因を完全に相殺することができる(Debunking Demographics に関する当社のレポートを参照)。これらのグラフが示すように、日本では GDP が横ばいで推移した場合も、生産性の向上と多国籍化による世界経済成長への適合によって企業収益は大幅に増加する余地がある。
6. 現在、株式市場において国内マクロ要因(円相場など)はボトムアップの企業利益拡大ほど重要視されない段階にある。実際に当社は円の為替レートが118~119円で安定的に推移しても株式市場は上昇すると考えている。ただし、外部要因も重要であることは言うまでもない。

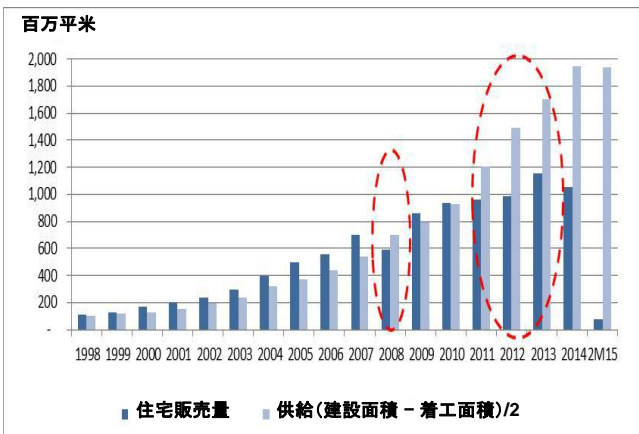
極めて重要な中国の不動産市場に関する当社の見解

エリック・コー(ポートフォリオ・マネージャー)
2015年4月2日

国内総生産(GDP)に占める不動産投資の大きな比率や不動産売却から生み出される地方政府の収入の割合を踏まえると、不動産市場は依然として中国経済の極めて重要な牽引役である。

欧米のメディアで広く議論されている通り、中国の住宅セクターには構造的な過剰供給がある。このため、不動産開発業者は現時点での大幅な過剰供給の中で在庫削減に主眼を置かざるを得なくなっており、その結果、床面積ベースの住宅着工伸び率が減速している。

中国は全国的に構造的過剰供給

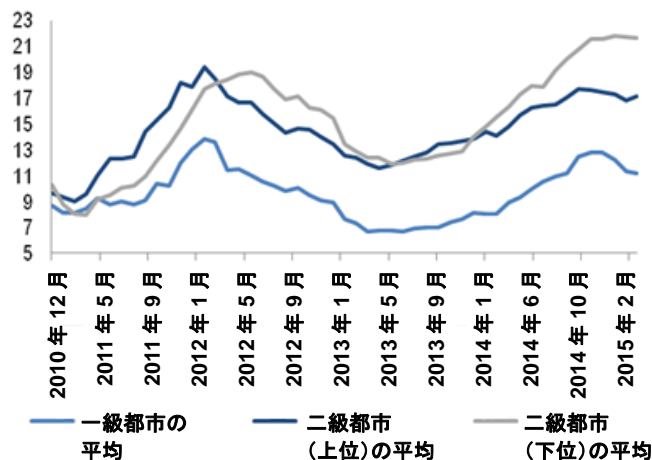


出所: NBS、CEIC、搜房、BNPパリバ

しかし、過剰は下級都市に集中している。

供給サイドの問題は今後も続く見通し

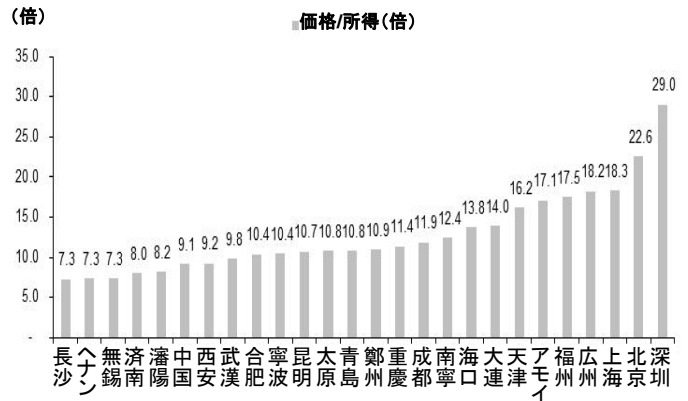
長期的に都市はますます二極化の傾向
在庫月数



出所: 搜房、CREIS、JPM

住宅保有能力も一部の都市では非常に高い水準にある。しかし、一級都市のデータは極めて大きな所得格差により増幅されている。

都市別住宅保有能力(2014年11月)



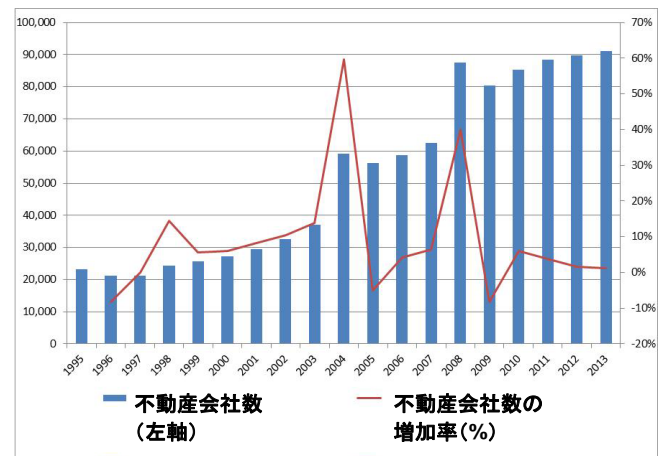
2人世帯、住宅規模90平米
出所: NBS、CEIC、搜房、BNPパリバ

長期的トレンド

中国の不動産セクターは極めて細分化している。2013年末時点で、9万1,444社の不動産会社があった。しかし、増加率は過去2年で緩やかになり(2014年はわずか2%)、今後5年で大幅に鈍化しそうである。

細分化した市場構造

不動産会社数は減少する見通し



出所: NBS、BNPPリサーチ

極めて重要な中国の不動産市場に関する当社の見解

長期的に、都市はますます二極化しそうである。上級都市では、ますます供給側が制約要因となる公算が大きく、今後 3 年間、土地価格は上昇傾向を辿り続けると見られる。これとは対照的に、下級都市では多すぎる土地供給が引き続き重圧となるだろう。土地価格は割安な水準で推移し、住宅価格は最良でも横ばいとなるだろう。三級都市が中国全土の建設面積の約 60%を占めることを踏まえると、三級都市で構造的に脆弱な状況が続けば、不動産投資は大きな影響を受けるだろう。

これらはいずれも新築住宅着工件数への足かせとなり、GDP への寄与が全般的に弱まることを示唆している。今年の新築住宅着工件数伸び率は順調に推移すれば横ばいになるが、おそらくはマイナス圏に沈むだろう。新築住宅着工件数伸び率が大幅に回復したとしても、それは「問題が先送りされた」ことを意味する。なぜなら、下級都市での供給がさらに過剰になるからである。

GDP 成長率が減速し、所得の伸びが鈍化している状況で、全国的な需要も引き続き抑制されると見られる。上位 40 都市の販売額は増加する可能性があるが、販売件数よりも価格の上昇を要因とするものとなるだろう。有利な資金調達コストを享受している上場不動産開発業者が引き続き市場シェアを奪うと見られる。需要を牽引する主な要因の 1 つは、やはり都市化であろう。政府は 2020 年までに全人口の 60%、戸口人口(法的に登録された戸籍人口)の 45%という都市化率を達成することを目標としている。全人口に基づく都市化率は今後 7 年にわたり年間 410 万戸の新築住宅需要が生まれることを意味し、戸口人口に基づく都市化率は今後 8 年にわたり年間 540 万戸の新築住宅需要が生まれることを意味する。

短期的な見通しに関する結論

中国人民銀行(PBOC)は昨年 11 月以降、基準貸出金利を 65bps 引き下げている。PBOC の最初の利下げは 2014 年の最後の 2 カ月間に、住宅市場で一時的な心理の押し上げや販売件数の拡大に成功したが、2 月の直近の引き下げの不動産市場への効果はこれまでのところやや低調なものになっている。不動産販売件数は春節(旧正月)以降、短期的に回復している(すなわち前週比で回復している)が、年初来の販売件数は(前年同期の数字が小さかったにもかかわらず)前年比で若干減少している。

精彩に欠ける販売件数の 1 つの原因は、様々な経路を通じた資金流出の加速により、金融緩和の効果がますます薄れていることである。システム内の流動性は決して潤沢とは言えず、住宅ローン金利は十分迅速には低下していない。住宅金利は通常、PBOC の基準金利からディスカウントされた水準で提示され、過去の平均は 12%のディスカウントである。

2008 年や 2011 年のような過去の緩和局面では、住宅ローン金利のディスカウントははるかに大幅だった。しかし現在は、(住宅ローン金利の平均ディスカウントが 5~7%である)一級都市を除き、大半の二級~四級都市の住宅ローン金利は依然として PBOC の基準金利と同水準である。そのため、一級都市の年初来の販売件数が前年比+36%であった一方、二級都市と三級都市はそれぞれ同-5%、同-4%だった。低調な販売件数が続けば、最近の李克強首相の全国人民代表大会での演説で確認されたように、今後数カ月にとり、市場心理が好転するまで金融緩和サイクルが加速することが予想される。

最近の大手上場企業のデフォルトを受け、オフショア・クレジット市場は引き続き精彩を欠く見通しである。一部の国有企業や信用力の高い企業はオフショア・クレジット市場へのアクセスを維持する見通しだが、中小企業のスプレッドは拡大するだろう。一方、オンショア・クレジット市場は回復する見込みである。大手国内開発業者向けの「中期債」市場の開始は、建設融資よりもコストが低く、期間が長い新たな資金調達手段をもたらす。最後に、環境が大手開発業者に有利に作用している状況で、今後業界再編が加速する公算が大きい。

上場不動産開発業者は引き続き市場シェアを獲得する見通しだが、利幅への圧力は 2015 年も続くと予想される。高水準の在庫と金利負担が相俟って、利幅は未だ底入れしていない模様である。トレンドを跳ね返すと予想される一部の開発業者を除き、大半の開発業者は今後 1~2 年、債務削減と在庫削減に専心することとなる。これらはいずれも、より控えめな増益率見通しを示唆している。それでも、株式のバリュエーションは現時点でさほど高くなく、緩和サイクルが前進するのに伴い、一層押し上げられる可能性がある。

日本株：輸出統計の改善が日本の転換点を示すかもしれない

神山直樹(チーフ・ストラテジスト)
2015年3月9日

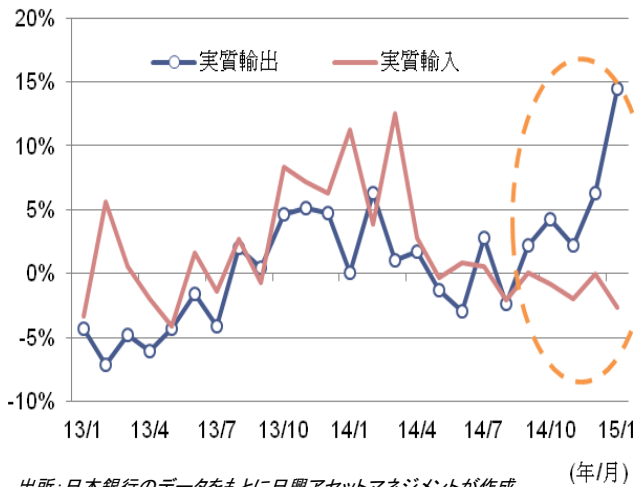
輸出数量が回復

- 円安でもなかなか伸びなかった輸出数量が回復しているようだ
- 輸出数量の増大で在庫が減れば生産が増え、ひいては給料が増えと期待
- デフレ脱却の期待が「実感」に向かう転換点となり得る
- 輸出関連中心から内需関連に物色が移るとき、さらに日本株上昇を期待

日本の輸出が回復する兆候が強まってきた。アベノミクスの副次的効果である円安が続いていたにもかかわらず、輸出の伸びは実質ベースで低かった。つまり円安で見かけ上は金額が増えたが、実際には輸出企業の在庫が減っていくほど強くなかった。しかし、日銀の示す「実質輸出」が回復傾向を明確に示し始めた。実質輸出は、輸出額を輸出物価指数で割ったもので、円相場の変動の影響を抑えているため、足元の動きは輸出数量の増大と近い。グラフに示すように、1月の実質輸出は、前年同月比+14%と大幅な増加を示し、これまでになかった力強い回復となった。

実質輸出と実質輸入の伸び率の推移(前年同月比)

(2013年1月~2015年1月)



出所：日本銀行のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

米ドル(対円)は2012年11月末の80円程度から2013年4月には100円前後に達し、2014年12月には120円前後となった。この円安を背景に、輸出数量の伸びが見込まれたのだが、その回復は非常に遅いものとなっていた。2013年後半から2014年にかけて前年同月比+5%程度の回復を見せたとはいえ、2014年には何度もマイナスとなるなど、輸出数量の回復の兆しは弱かった。

円安は通常、日本企業の輸出商品の価格が韓国や台湾などの競合商品と比較して安くなることで、マーケットシェアの拡大と輸出の数量増をもたらす。ところが、アベノミクスの第一の矢である量的・質的金融緩和が大規模に行なわれて、急激な円安が起こったにもかかわらず、世界経済の需要が弱かったことなどから、輸出数量は伸びなかった。

輸出の伸びが重要である理由

輸出数量が伸びなければ、アベノミクスの恩恵が地方に行きわたりにくい。まず、輸出企業の経営者心理を想像してみよう。海外での販売単価が同じでも、円安で円建ての売上と利益が増大するが、在庫は減っていない。そのため、生産を増やそうとは思えず、帳簿上の利益が増えても、為替次第で先行きが変わってしまう状態では、生産計画を変えるほど強気にもなれない。賃金は労働市場の問題ではあるが、わざわざ早め上げたくはないだろうし、生産を増やさないので、従業員の残業代も増えないことになる。ところが、輸出数量の増大は、「単なる円安」とは全く異なる経営者のマインド変化につながると期待できる。輸出企業の在庫減は、経営者の新規投資や生産増への自信を強めるだろう。米国で雇用改善とともに消費回復の兆しがみられることと、日本の輸出が伸び始めたことに関係がありそうだ。

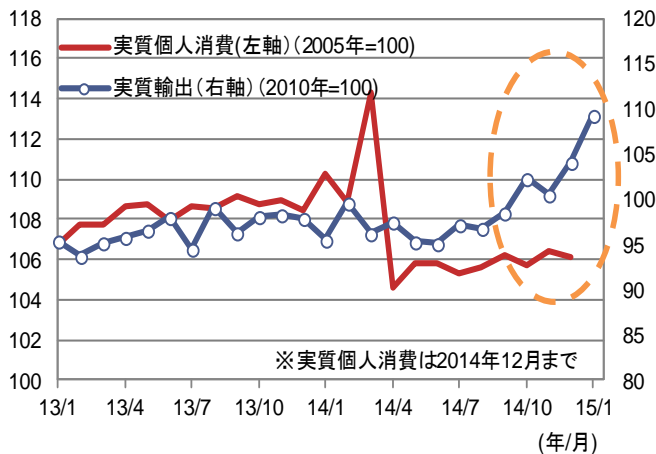
また、過去の景気拡大局面で、多くの場合輸出関連の業種の売上・利益増大から1年程度の時間差で内需企業に恩恵が行きわたる傾向がうかがえる。輸出企業がまず生産を増やし雇用を増やすと、内需企業は売上が増えないまま対抗上、賃上げを行ない利益率が下がる時期がある。しかし、この時期を過ぎるとボーナスや賃上げの成果を得た人たちが消費を増やし内需企業の売上を増やし始めるだろう。このように、輸出数量の増大は日本経済全体の行方を占う重要な指標だ。

輸出数量回復の持続で日本経済の回復がさらに明確に

輸出の伸びは上述のような経路で個人消費を強めることになるだろう。消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその後の落ち込みの時期を除くと、輸出と個人消費の関係は強いと言えそうだ。2014年11月から実質輸出は2ヵ月で約9%伸びた。一方で、まだ消費の伸びはそれほど大きくなさそうだ。逆にいえば、地方を含む国内への波及はこれから期待できるということだ。

実質個人消費と実質輸出の推移

2013年1月~2015年1月



出所：日本銀行のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

日本株：輸出統計の改善が日本の転換点を示すかもしれない

輸出物価が低下していることを心配する向きもある。2013年1月ごろに101だった指数は2015年1月に95まで下がった。つまり、円安で日本企業が価格支配力を投げ捨て、価格競争に打って出たことで、利益率が低下するという心配だ。しかし、輸出物価の低下は自動車、機械、電機など消費財分野ではあまり見られない。素材関連商品の現地通貨ベースの価格低下は著しいものの、原油価格などの急落の時期に当たるため、一般的な需要の衰えと見る必要はなさそうだ。

消費の回復が追隨、デフレ脱却

2015年前半は輸出関連企業の利益回復に引き続き注目が集まろう。米国の雇用がいよいよスラック(待機していた勤労者層が労働市場に出尽くすまで給与水準が上がらない状態)を抜け出すほどに改善すると期待できる。米国消費の回復が欧州、日本、アジアの輸出企業の売上を引き上げるだろう。その経路で世界経済が回復の色合いを鮮明にしていくのが2015年後半だとすれば、その時に日本株市場がデフレ脱却を織り込み始める。市場の注目は輸出関連企業から金融など内需関連に移る可能性がある。

デフレ脱却は日本経済にとって極めて重要な変化点となる。円高下の輸出企業と似て、デフレ下では内需企業の経営者が事業拡大に自信を持てなかったはずだ。原材料を仕入れ、仕掛品となり、在庫となるまで12か月かかるでしょう。その間に1%の価値下落が予想されるとすれば、生産のリスクを取りづらいうだろう。しかもデフレでも負債額は減少しない。銀行間にマイナス金利があっても、現実の融資に反映されるわけではない。逆に、毎年1%ずつ価格が上昇すると予想するならば、経営者は資金を借りてでも事業を拡大しようと思うだろう。もちろん金利は上昇するが、事業拡張の野心が健全に成長する。これが日本経済の「正常化」だ。現在市場はこのシナリオを完全には織り込んでいないと見られ、日本株の上昇余地はまだ十分大きいと考えている。

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。