

## KAMIYAMA Reports vol. 36

# 今、日本株のオーバーウエートを考える

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

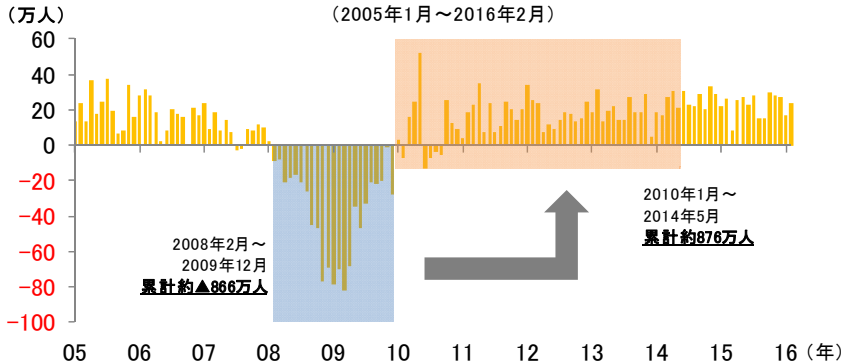


- 2016年は、債券よりも株式、新興国よりも先進国、米国よりも日本を選好
- 今年前半にさまざまな懸念が払しょくされると想定し、米国の消費回復の知らせを待つ
- 「稼ぐ力」の強化、「マイナス金利」の導入がアクティブ運用のチャンスとなる

## 2016年は、債券よりも株式、新興国よりも先進国、米国よりも日本を選好

2016年の金融市場は荒れ模様で始まったが、徐々に落ち着く可能性が高いと想定している。その根拠となる重要なポイントは、ファンダメンタルズ(基礎的条件)の中でも米国消費の回復だ。リーマン・ショック以来失われた雇用が2014年ごろまでに元に戻り、その後は新卒など労働者の増加を徐々に消化し、2015年秋以降には「賃金を上げなければ人を雇えない」ほどになってきた。

### 米国の非農業部門雇用者数(前月比)の推移



\* 上記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。  
(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

主要先進国の金融緩和政策で低水準にある先進国の金利水準は、米国から緩やかに上昇の機運を高めるだろう。日本や欧州に関しては、緩和政策が当面続くと思われるので、急激な金利上昇はないだろう。

しかし、為替が安定するとしても、高金利通貨の債券を除けば、先進国債券のリターンが期待するほどに高くなるとは想定しづらい。そうであるならば、債券よりも株式を選好する。

2016年の景気回復は、主に先進国からとなるだろう。新興国は、概して先進国の成長の果実を待つことになる。例えば、中国は加工貿易国であることに大きな変化はなく、過剰な生産力を調整する段階にあるため、数年前までのような高い成長率は見込みづらい。また、資源国も過剰供給の削減の影響から、構造改革を迫られる場合が多いと思われる。今、もっとも勢いがあると期待されるのが米国だ。経済規模が大きい米国は、賃金上昇と原油価格の低下が消費拡大につながり、日本や欧州を含む先進国の経済成長に寄与しよう。そうなれば、結果として生産国である中国が成長し、資源国へも波及するという循環になるだろう。

先進国の中では、日本株が相対的に強いとみている。米国については、経済成長のけん引役は賃上げを背景とした消費となろう。企業収益は賃金上昇で拡大余地が減少し、米ドル高で製造業の伸びは小さくなるため、消費拡大による売上増が主な収益の源泉となる。一方、日本や欧州は、地域通貨が安くなることで輸出が伸びやすくなる。結果として、在庫が減少し生産が増加、雇用や賃上げを促すことになる。つまり、日本や欧州は、企業も消費も同時に成長す

る可能性がある。ただし、欧州については、日本よりもリスクが高いことに注意が必要だ。ファンダメンタルズは日本と似ているものの、難民対応に関わるEU(欧州連合)域内の結束力の低下やギリシャの構造改革の遅れ、原油価格下落によるオイルマネーの引き揚げなどが、欧州金融システムに暗い影を落としている。何事もなければ良いが、しばらくは報道内容に一喜一憂する可能性も残っている。一方、日本は長期的にデフレからインフレに変わるという歴史的転換点を迎えることが期待される。さらに、アベノミクスの新成長戦略の一つである「稼ぐ力」の強化や企業の効率化などの政策の後押しも期待される。先進国が景気回復をリードするならば、日本株の上昇余地が相対的に高くなると思われる。

## 今年前半にさまざまな懸念が払しょくされると想定し、米国の消費回復の知らせを待つ

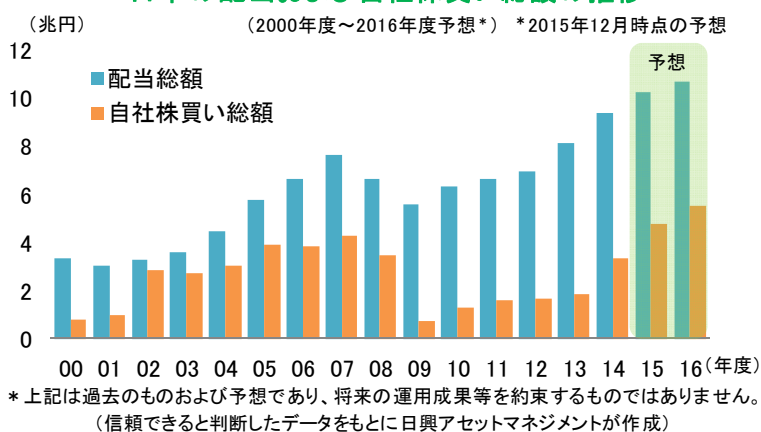
2016年初からの不安定な市場では、正常に戻るまでに時間が必要だ。まず、ここまで述べたような米国の経済成長シナリオを描くために、米国の雇用や賃金の回復が消費を拡大させるということに信頼を持つ必要がある。例えば、小売売上高などが3ヵ月連続の上昇、もしくは6ヵ月の内4ヵ月は改善するなどといった、消費回復の知らせを待つことだ。さらに、原油価格の下落に歯止めがかかることも求められる。米国のシェールオイル・ガスの生産量は、原油の低価格が続けば減少する可能性がある。一方、OPEC(石油輸出国機構)や非OPECの産油国は、容易に減産に同意するとは考えにくい。しかし、シリアの停戦が続き中東情勢が落ち着くなどといったことになれば、期せずして早期に減産同意が進むかもしれない。原油価格が安定したと判断できるならば、年初から判然としない信用システムへの懸念が後退し、金融市場のリスクテイクが進むことになるだろう。

中国についての不透明感は続いているが、5日から開催される全国人民代表大会(日本の国会に相当)などを通じて、経済改革の兆しが強まるとともに、短期的に財政支出の拡大を含む経済対策が打ち出される可能性がある。このようなことから、2016年前半には、市場センチメント(雰囲気)の緩やかな回復が期待される。

## 「稼ぐ力」の強化、「マイナス金利」の導入がアクティブ運用のチャンスとなる

日本株に取り組むのであれば、アクティブ運用に注目するチャンスかもしれない。当面は、さまざまな政策が市場をリードする可能性がある。例えば、アベノミクスの新成長戦略の一つである「稼ぐ力」の強化により、規模やシェア重視の経営戦略から、価格戦略を見直すなどして利益率重視に変わる企業や、適切な株主還元を通じてROE(自己資本利益率)を維持向上させる経営を行なう企業に投資することが、足元、高いリターンを獲得することにつながりそうだ。

### 日本の配当および自社株買い総額の推移



さらに、現在のマイナス金利の環境下で、当面、デフレ的な環境が続くのであれば、企業は急いで資金を投資に向けるよりも、株主還元を強化することの方が適切な対応と思われる。企業が当面利用する予定のない資金を株主還元すれば、株主は消費や有効な投資に振り向ける可能性が高くなる。

「稼ぐ力」の強化と「マイナス金利」の導入を背景に、当面は日本株の物色傾向が、配当の増額や自社株買いに積極的な企業に向いていくことは、十分ありうるだろう。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。  
また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊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。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。