

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年12月22日

グローバル株式、特にアジアと日本には強気の見通し

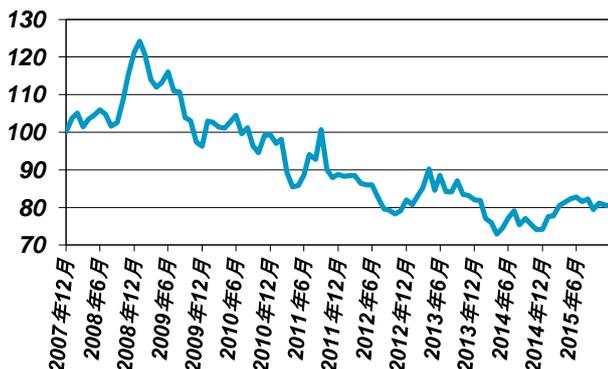
本レポートでは、12月8日に開催された当社GIC(グローバル投資委員会)の結論を踏まえた最新の見通しを紹介するが、この中で、日本、アジア(除く日本)、欧州の各市場に対する強気の見方などを含め、当社がグローバル株式を再び小幅なオーバーウェイトに引き上げた理由について述べる。また各国中央銀行の政策に関する当社の見方、主要先進国のマクロ経済見通しも紹介する。当社は、特に米ドルベースで見た場合、グローバル債券の投資妙味は小さいとの見方を変えていない。したがって、米ドルベースの投資家向けにはグローバル債券をアンダーウェイトに据え置く。最後に、原油に関してはトレンドに逆行する見方を取り、米国の生産量の減少、中東・北アフリカ地域における供給不安の高まりから、原油価格は2016年3月までに安定し、その後も安定した状態が続くと予想する。

続いて、オーストラリア債券の利回りが当面低水準にとどまると考える理由について、当社のオーストラリア債券ヘッドが説明する。そして、当社のチーフ・グローバル・ストラテジストが日本のGDP成長率の上方修正と在庫要因による影響についての従来からの見方と成長率の将来の予想を示す。最後に、人民元がSDRの構成通貨になる影響について、当社の中国専門家のレポートを紹介する

本レポートが読者の方々の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。

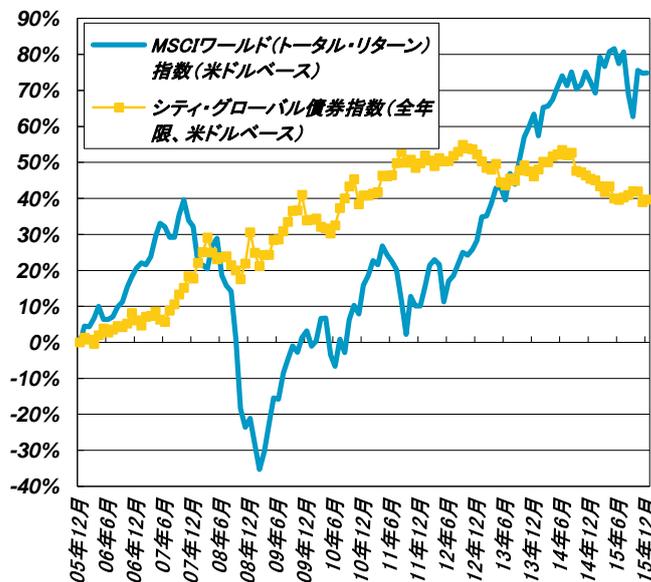
MSCI 日本と MSCI ワールド(日本を除く)のパフォーマンス比較

2007年12月を100。2015年12月4日までのトータルリターン



出所:ブルームバーグ

グローバル資産の2005年以降のリターン(米ドルベース) 12月4日まで



出所:ブルームバーグ

マーケットウォッチ

日本株式は最近数カ月間、グローバル株式と同様の値動きを見せ、年初来では、円ベースと米ドルベースのいずれでもプラスのリターンとなり、グローバル株式を引き続きアウトパフォームしている。日本と他の市場との違いを際立たせている要因は、日本では企業業績予想が比較的安定しているのに対し、世界の他地域では低下していることである。日本企業の収益はコーポレート・ガバナンスの向上と円安の恩恵を受け、かつ米国や欧州とは異なり原油価格やコモディティ価格の下落がマイナス要因となっていない。米国議会の TPP 批准法案審議が来年12月以降にずれ込む可能性があることから、短期的には株式に対し失望感が広がるのが懸念されるが、少なくともその一部は織り込み済みである。一方、配当利回りは債券やキャッシュの利回りを大きく上回っており、魅力的な PER や自社株買いの継続も追い風となって、株式のバリュエーションは魅力的な水準にある。法人税減税が予定されていることも忘れてはならない。

2016年の米国経済と中国経済は堅調、ユーロ圏と日本はますます

2015年12月15日

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト

はじめに

日興アセットマネジメントのGIC(グローバル投資委員会)は12月8日に会合を開き、世界経済情勢、各国中央銀行の政策、および金融市場と投資戦略に関する中期的なハウスピーアのアップデートを行った。

グローバル経済の状況

注釈が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SAAR(季節調整済みの年率換算値 実質、前期比)である。

当社では、2016年の米国経済の成長率はコンセンサス予想を小幅に上回ると予想しているが、日本と欧州は経済の活力が低下していることからコンセンサス予想を小幅に下回るとみている。

確かに米国経済は依然として強弱まちまちの状況が続いているが、実質個人消費支出は大方の期待ほどの力強さはないもののかなり堅調である。第4四半期GDP成長率は、約1.2%にとどまる可能性があるが、2016年上半期と2016年下半期のGDP成長率は、コンセンサス予想である前半期比2.4%(SAAR)をいずれも小幅に上回るとみている。2016年は設備投資と純輸出が低迷する可能性が高いものの、在庫要因のマイナス寄与は解消され、個人消費と住宅投資は堅調を維持し、政府支出は住宅価格の上昇を起因とする税収増加とともに拡大するとみられる。

雇用に関して、当社は、雇用者数の増加ペースは減速する一方、失業率は小幅な低下傾向が続くと引き続き予想する。賃金に関しては、公式月次統計によると最近の上昇率はやや加速しているものの、統計は実際の伸びよりも低い可能性がある。当社は今も考えている。自動車業界では相次ぐストライキを受けて賃上げに関する寛大な合意が成立しており、大方の大手小売企業では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は優にプラスになるだろう。

米国の自動車小売販売台数は、最近数カ月間に急増し、その間の平均増加率は前年同月比で10%を上回った。ガソリン価格が極めて低水準にあるため、消費者はより大型で高額な自動車を購入するようになっている。その他の財・サービスの消費も極めて堅調である。小売売上高は全般的にガソリン価格の下落のため、名目ベースでは今後数カ月にわたり前月比マイナスとなる可能性がある。これによりデフレ論者は懸念を強めるかもしれないが、ガソリンを除く売上高は、「実質(インフレ調整後)」ベースでも堅調を維持する見込みである。

その他の経済指標に関しては以下の通りである。1) ISM 非製造業景況感指数は最高値からはやや下落したが、依然堅調に推移している。サービス業は米国最大のセクターであるため、これは重要である。2) 最近数カ月の新築住宅販売件数は減速したものの、これは一時的であり、家計の住宅取得能力は引き続き高く、中古住宅価格と家賃も上昇を続けていること

から、今後数カ月間に増加に転じるとみられる。3) エネルギーおよび農業セクターをはじめとする資本財受注は、依然として低迷しており、この状況は今後も続くと思われる。

日本の第3四半期GDP成長率(速報値)は、在庫が大幅減となった影響で当社の予想をさらに下回ったが、今回の会合の直前12月8日に1.0%(SAAR、前期比)に上方修正された。当社の2016年成長率予想は、第3四半期の速報値に基づいたものであり、2016年上半期および2016年下半期の成長率はコンセンサス予想である0.8%を下回る水準を予想していた。最大の問題点は、賃金の伸びが予想を下回ったことで実質個人消費支出が伸び悩んだことにあるが、2016年には実質賃金が小幅に回復し、資産効果と信頼感の向上が個人消費支出を(おそらくは住宅建設も)下支えするとみられる。設備投資と公共投資はわずかな伸びをみせるだろうが、純輸出からの寄与がどうなるかについては不透明である。インフレ率については、食品およびエネルギーを除いたコアコアCPIは上半期に前年同期比約0.9%にとどまる見込みである。これまでと同様、CPIに占める家賃のウェイトが上昇に転じるかに注目すべきである。その他の重要な問題としては、2017年4月に予定されている消費税の2%引き上げを政府が延期するかどう点と、2016年7月の参議院選挙の結果が挙げられる。当社は、消費税増税は計画通りに実施されると予想している。また、自民党が連立で3分の2の議席を確保する確率は極めて低いが、それでも大きな勝利を収めると予想している。

ユーロ圏では、当社の予想通り経済状況が改善したが、パリのテロ事件と同様の事件の再発への懸念から、観光業を中心に景気の先行きに陰りが見える。したがって当社は、2016年上半期~2016年下半期のGDP成長率を1.3%(SAAR、前半期比)と予想する。この水準はコンセンサス予想を小幅に下回っている。また、通貨ユーロの下落は引き続き寄与するとみられるが、輸出は中国など新興国の需要低迷を受けて引き続き落ち込む可能性が高い。設備投資、観光消費、政府支出も弱い動きが続くとみられる。原油価格の下落により、今後数カ月間、インフレ率は若干のマイナスが続くと考えられるものの、コアインフレ率(過去一度もマイナスになっていない)は前年比1%近くを維持するとみられる。一方、**欧州の不動産価格は上昇を続けており**(これは当社のソート・リーダーシップにおける長年のテーマである)、資産効果や住宅投資の増加につながる。当社は2016年第1四半期に大規模なテロ攻撃が再び起こるとは予想していないが、その懸念が払拭されたわけではない。その他の地政学的状況については、ウクライナ情勢では、いずれの側も強行策を望んでおらず、当社は引き続き膠着状況が続くとみている。

ギリシャは依然としてテールリスクであるが、当社はギリシャが最悪の事態を回避し、少なくとも短期的には改革プログラムを実行するとみている。ポルトガルについては、有権者がギリシャの混乱から教訓を得た様子はなく、最近の選挙では左派政党が大きく躍進した。しかし、少なくともポルトガルは極めて有能な官僚機構を有しており、ユーロ圏にとどまろうと努力している。有権者の間で反移民感情とEU懐疑論が強まっていることを考えれば、統合欧州を脅かす大きな懸念材料は右派政党だろう(フランスがその例である)。だが、この要因を過大視するのはあまりに短絡的である。

FRB は金融政策を正常化、ECB と日銀は道半ば

中国はバランスのとれた経済へ移行する過程で苦しみ続けているが、全面的なハードランディングの様子は無い。確かに足元の株式市場と人民元のボラティリティは同国の安定性について確信を揺るがすものであったが、当社は中国の向こう2半期の経済成長率を、コンセンサス予想通りの6.3%(SAAR、前半期比)と予想している。CPIは非常に低水準にとどまっており、パイプライン・インフレ率はマイナスのままである。輸出は軟調で、輸入額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が、**住宅販売は非常に堅調である**。実際、一級都市の不動産価格はかなり堅調で、より小規模の都市でも不動産価格は持ち直していることから、来年の住宅着工件数は改善するとみられる。重要な点として、政府による新たな補助金の導入を背景に**自動車販売台数が急増した**。これは中国にとって大きな景気刺激材料になるとみられる。

中国政府は、経済の他部門にみられる減速に対処するためにも機敏に行動している。株式市場の安定化に努めることに加え、インフラ投資を増やし、不動産市場や地方政府に対する融資規制を緩和した。政府は新設した地方債市場の拡大を引き続き推進し、銀行は地方政府に融資をするよりも同市場で低利回りの地方債を購入することを奨励されている。

最後に、鉱工業生産は公害防止のため引き続き抑制される見通しだ。この問題の解決に向けて多大な努力が払われると当社は(数年にわたって予想してきたように)見ている。これはあらゆる種類の公害防止設備を提供する世界的な事業者によく優れた投資機会をもたらすだろう。

その他の新興国は前四半期にまずまずの安定性をもって推移したが、ブラジルは依然景気悪化と政治の不安定さに苦しんでいる。強い米ドルとコモディティ価格の下落が主な逆風要因であるが、政治的な問題も急拡大している。新興国市場の企業が抱える外貨建て(特に米ドル建て)の社債および銀行借入は注視すべき要因である。特に後者は比較的簡単に返済を迫られる可能性が高いためである。このところ、格付機関はしばしば国債の格付引き下げに連動させてすぐに社債の格下げを実施する傾向が強い。特にブラジルにはそのような多額の負債を抱える企業が多い。

中央銀行

当社は9月のGIC会合時点でFRBによる利上げ開始時期を10月と予想していた(若干早過ぎであったが、当社は2016年まで利上げを延期する必要性はないと確信していた)。現在ではコンセンサス予想と同様に12月の開始を予想しており、2016年はFOMC会合1回おきに25bpsずつの利上げが実施されると考えている。原油価格の一段の下落を背景にインフレ率が減速していることから、FRBには原油価格がある程度安定してから利上げを実施する思惑があるとみられる。そのため、FRBは原油価格が底入れするまで極めてハト派的なスタンスにとどまる可能性がある。実際、**次のFOMCでは一部のハト派(タルーロ理事、シカゴ地区連銀エバンズ総裁、ブレインード理事)が利上げに反対する可能性さえある**。

最近のテロ攻撃による経済への影響を見極める必要もあるだろう。プラス面としては、2016年上半期には医療費が再び上昇に転じ、Shelter(住居費、宿泊費)が高止まりするとみられることから、コアCPIの上昇率は前年同期比1.9%とかなり堅調に推移することが予想される。一言言い添えると、当社はインフレ予想にCPIを使用している。その理由は、PCEデフレーターはしばしば大きく改定され、過去にFRB高官を困惑させる要因となっていたが、CPIは大幅に改定されることがないためである。また、当社は2016年にFRBがバランスシート縮小に着手するとは予想していないが、グローバル経済が順調に回復した場合、最終的には年末頃に議会で共和党指導部がFRBに資産の削減を強く迫ることになると思われる。

日本では、原油価格の下落によってインフレ率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(実のところ、日本での選挙と2016年後半に予定されている米国でのTPP批准法案審議が近づくと、追加緩和回避の政治的圧力も依然としてある)**。ただし、為替が110-115円レベルの円高になった場合にはその圧力が弱まる可能性はいくらかある。景気はやや上向きに転じると予想され、国内景気を刺激するという目的での金融緩和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(エネルギー価格を含む)は非常に低いが、エネルギー価格を除くコアCPIは前年同月比0.7%程度であり、近い将来には1.0%を超えると思われる。注目すべき点としては、コアCPIの重要項目である家賃は低迷を続けているが、これも上昇し始めるであろう。家賃が上昇に転じなければ、構造的にコアCPIの目標達成はおよそ困難と考えられる。また、2%の目標は心理的効果(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、当社はこの数字の方が適切な目標ではないかと以前から考えている。

今年9月の時点で、当社は**ECBによる追加緩和を予想していなかったが、結局、最近発表された措置はそれほど影響のあるものではなかった**。QEによる毎月の資産購入額は引き上げられず、資産購入プログラムの期間延長もそれほど重要なことではない。実際に実施されたのは1種類の金利の小幅な引き下げのみである。ECBは、パリで起きたテロ事件によるマイナスの影響に加えてグローバル市場と新興国の動向も注視しているが、タカ派は景気がQEにより既に改善しているとみており、追加緩和が逆効果となる可能性を懸念している。**ECBはFRBとの乖離が際立つことを望んでいないことから、追加緩和が行われるとしてもその規模は小さいと当社は予想している**。さらに、原油価格の下落のためこの先数カ月間の消費者物価上昇率は減速すると考えられるが、経済成長率の上昇、ユーロ安に伴うコスト増の価格転嫁、家賃の上昇により、コアCPIは現在の前年同月比0.9%から2016年末までに同1.5%に上昇すると思われる。

引き続き米ドル高と債券利回りの上昇を予想

イングランド銀行については、英国の CPI は低いものの緩やかな景気回復が見込まれることから、2016 年第 3 四半期～第 4 四半期に 25bps の利上げを見込んでいる。中国については、当社は中国人民銀行が来年に政策金利と銀行の預金準備率の引き下げを 3 回実施すると考えており、景気と市場のリスクセンチメントを下支えすると予想する。

地政学面では、西欧諸国で ISIS 関連のテロ攻撃が激化しており、これが現在の大きなリスク要因であることは間違いない。中東・北アフリカ地域が攻撃の対象となる可能性も十分にある。今後、こうした懸念は強まることもあれば弱まることもあるだろうが、中期的な影響は軽微と思われる。その他のリスク（中国の領有権主張、北朝鮮、中東・アフリカ情勢、新興国の政治抗争など）が市場に不安をもたらすこともあるだろうが、危機につながることはないと思われる。

原油については、世界的な在庫水準が非常に高い中、既に大量のコンデンセートを生産しているイランの原油輸出がこの先増加すれば（他の多くの OPEC 諸国の生産過剰も含めた）供給過剰への懸念が続くだろう。米国の生産量は遂に減少し始めたが、当社は引き続き**来年 6 月末時点のブレント原油価格を 43 米ドルと予想しており、その後暫くはこの水準で推移する**と考えている。これは当社が 2016 年の予想をした時点での価格であり、その後は 40 米ドルまで下落したが、足元の中東・北アフリカにおける混乱の拡大（特にロシアとトルコの深刻な対立、石油関連施設の空爆を受けた ISIS によるテロの激化）を勘案すると、同地域の供給不安が原油価格をある程度下支えする展開になることが予想される。過剰な財政赤字を恐れるサウジアラビアが米国のシェール産業に対して「勝利宣言」を行い、原油価格上昇を示唆する可能性は無きにしも非ずだが、現段階ではその兆候は見られず、またそのような予測をするアナリストもいない。しかし、**米国のシェール業界では信用懸念が急激に広がっており、短期的な生産量を最大化するための方法は（非効率に石油資源を枯渇させた代償として）行き詰まる可能性があるため、米国の生産量は予想以上に速く減少する恐れがある。**その他のコモディティ価格については、米ドル上昇の影響も受け、さらに若干の下落が見込まれるが、堅調な米国および中国経済がある程度の追い風となる可能性もある。

債券および通貨

当社は、日米欧の債券利回りは上昇すると予想していたが、主にテロ攻撃に伴う安全資産への逃避、ECB の利下げ観測拡大、グローバル経済の成長見通し悪化により、9 月に予想したほど上昇しなかった。利回りは今後 2 四半期の間、さらに緩やかに上昇すると予想する。米 10 年国債の来年 3 月末における当社見通しは 2.40% であり、日本 10 年国債とドイツ 10 年国債はそれぞれ 0.35% と 0.65% である。オーストラリア国債は 3.0% に上昇すると予想する。これらの国債の来年 6 月末における利回りはそれぞれ 2.50%、0.40%、0.7%、3.10% と当社では予想する。これは（当社の為替予想値で計算すると）クーポン収入を含めたシティ WGBI の 12 月 4 日から 3 月末までの米ドルベースのリターンが ▲1.3%、6 月末までのリターンは ▲2.3% になることを意味する。

3 月末までの米ドルベースのリターンが ▲1.3%、6 月末までのリターンは ▲2.3% 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向けにはグローバル債券を引き続き弱気とする。しかし円安予想（下記を参照）のため、円ベースではこれより若干良く、3 月末と 6 月末までのリターンはそれぞれ ▲0.5%、▲0.8% となることが見込まれる。日本国債については、3 月末までの 10 年債の予想リターンは横ばい、6 月末までのリターンを ▲0.3% とみており、**日本の投資家には数年ぶりに、日本以外の国債に対し日本国債を薦める。**

FRB の金融政策が正常化に向かう一方で日本が大規模な金融緩和の姿勢をとっていること、日本の貿易収支が赤字であること、および海外金利が上昇していることを勘案し、当社は引き続き今後数四半期に**わたり円が下落すると予想している**。現時点で当社は、3 月末時点で **1 米ドル＝124 円、6 月末時点で 125 円**になると予想している。米ドルが全面的に緩やかな上昇基調にあり、コモディティ価格が緩やかに下落すると予想することから、豪ドルは 6 月末時点で **1 豪ドル＝0.71 米ドル**まで弱含むと予想する。ユーロについては、ユーロ圏の大きな経常黒字が ECB のハト派スタンスの継続と大規模な量的緩和プログラムによって覆い隠され、緩やかに下落する公算が大きい。当社の予想値は 3 月末が **1 ユーロ＝1.05 米ドル**、6 月末が **1.03 米ドル**である。

株式

GIC がグローバル株式をニュートラルとした 9 月の会合以降、様々な混乱が生じ、ボラティリティが高まったものの、主要市場は軒並み反騰した。唯一マイナス・リターンを予想した米国市場ですら堅調に上昇した。オーバーウェイトとした市場については、欧州は米ドルベースでの上昇率は小幅にとどまったが、太平洋地域（日本を含む）は大幅に上昇した。**GIC が予想する新たなシナリオでは、米国は緩やかな上昇にとどまるものの、他の地域は大幅な上昇となり、グローバル株式はこれまでよりも好調な展開になるとみている。**GIC は 12 月 4 日を基準日とする各国の予想を総合した結果、MSCI ワールド（トータルリターン）指数は 3 月末までに円ベースで 3.0%（米ドルベースで 2.3%）上昇し、6 月末までに円ベースで 5.9%（米ドルベースで 4.3%）上昇する（いずれも年率換算せず）と予測している。円ベースの投資家はともかく、米ドルベースでの上昇率は、投資家が大幅なオーバーウェイトにまで舵を切るべきだとは考えていないが、米ドルベースの投資家にはグローバル株式を再び小幅なオーバーウェイトに引き上げる。

グローバル株式を再度オーバーウェイトに

米国株式が当社の予想以上に好調であったのはなぜだろうか。当社は、米国市場における中国経済減速懸念の後退を過小評価していたことに加え（ただし、当社は中国に対して弱気スタンスではなかった）、M&Aの活発化を予測していなかった。こうしたM&A案件の大半は独占禁止当局の承認をまだ得ていないが（数件は既に却下された）、市場には依然として買収プレミアムが残っている。社債スプレッドの拡大もM&Aの阻害要因となることはなかった。2015年第3四半期の企業収益はコンセンサス予想を上回り、アナリストは2016年の収益予想を大幅には下方修正していない。こうした材料が投資家の楽観的見方を強めることになった。

S&P500の12カ月予想PERはボトムアップによるコンセンサス予想利益の16.9倍という水準にあり、これは歴史的に見ても高い（個別企業のオプションのコストを全額費用として計算すると、おそらくPERはさらに1ポイント上昇するだろう）。債券利回りの上昇が見込まれるため、株価水準は若干切り下がると当社はみているが、2016年の底堅いGDP成長見通しを踏まえると、特に当社の予想通り原油価格が安定的に推移した場合には企業収益が改善すると予想する。ただし、新興国（中国を除く）の低迷と若干のドル高が引き続き逆風要因となるため、EPSの大幅な上昇は考えにくい。以上から、S&P500指数は3月末に2106、6月末までには2129まで上昇する（それぞれ1.4%と3.0%のリターン）と予想するが、リスクを考えれば低すぎるリターンであることは明らかだ。

ユーロ圏の株価（米ドルベース）はユーロ下落を受けて弱さを見せた過去3四半期の後、主に企業収益の増加と地域経済の成長が持続することにより回復すると予想する。ECBによる追加金融緩和も投資家心理を下支えすると思われる。当社は米ドルに対しユーロは弱含むと予想しているが、それでも3月末までの米ドルベースのリターンは3.8%、6月末までのリターンは6.7%（いずれも年率換算せず）とみているため、オーバーウェイトのスタンスを維持する。

日本株式は、第3四半期の低迷の後、当社の予想通り反騰した。アベノミクスの「第3の矢」のうち最も重要なTPPの各国批准手続きなどに遅れが出れば（例えば、来年12月の米国で「レームダック」セッション（議会選挙後に日程を消化するための連邦議会）まで審議が先延ばしされる可能性）、残念ながら日本株式は一時的に逆風になる可能性がある。幸運にも、他の経済改革、特にコーポレート・ガバナンスと法人税率の引き下げは進展している。日本経済はそれほど力強くないが、投資家を大きく心配させるほどではないだろう。「数字で結果を出す」のレポートで繰り返し申し上げてきたように、当社は、アベノミクスは、特に企業にとり有効に機能していると考えており、事実、製造業、非製造業とも、第3四半期の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好ましい方向に機能しており、それは今後も変わらないと当社はみている。実際、当社の利益予想に基づく市場のPERは14.8倍と魅力的である。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、世界経済が小幅に持ち直していることを背景に、利益予想は引き続き上昇する公算が高い。

要約すると、市場の水準が切り上がることはないものの、3月末までの円でのトータルリターンは4.1%（TOPIXは1629）、6月末までのリターンは7.5%（TOPIXは1675）（いずれも年率換算せず）、米ドルベースではそれぞれ3.3%と5.8%になると予想している。

アジア太平洋地域については、主に香港、オーストラリア株式の力強い上昇を予想している。いずれも中国経済の景況感改善がプラス材料となるとみられるが、コモディティ価格の下落は引き続きオーストラリア株式にとって若干の逆風になると思われる。近年、オーストラリア企業を対象とする中国企業のM&Aが活発化していることも投資家心理の向上に寄与しており、こうした傾向は世界的に広がる可能性がある。したがって当社は、同地域の先進国市場の3月末までの米ドルベースのリターンを4.4%、6月末までのリターンを7.6%（いずれも年率換算せず）と予想し、オーバーウェイトのスタンスを維持する。

要約すると、アジア太平洋地域（除く日本）、日本、欧州は今後6カ月間アウトパフォームすることが予想される一方で、米国についてはアンダーパフォームが見込まれるため、他のすべての地域に対してアンダーウェイトとする。

メインリスク

目下最大のリスクは西欧諸国を狙ったテロ攻撃の激化であるが、その影響が長期間続くことはないと思われる。全般的に地政学的リスクは今も非常に高く、特に中東・北アフリカ地域では状況が日に日に悪化していることは明らかである。新興国経済も依然としてリスク要因であり、巨額の米ドル建て債務を負う企業（特に、信用格付が引き下げられることが予想される企業）には信用リスクがある。今後数四半期の間、米シェールオイル業界の債務はさらに増加する見通しで、米国の経済成長や社債市場の安定性を損なう恐れがある。これまでと同様、当社はウクライナと北朝鮮の情勢を注視するが、当面は状況が大きく悪化することはないと考えている。

投資戦略の結論

当社は、米国以外の先進国市場を中心に、グローバル株式は引き続き上昇すると予想するが、大幅なオーバーウェイトにまで舵を切るべきだとは考えていない。グローバル債券利回りは緩やかに上昇し、米ドルの上昇が続くと予想されるため、米ドルベースの投資家には、米ドル・キャッシュに対してグローバル債券を引き続きアンダーウェイトとする。円ベースの投資家については、日本株式に重点を置くとともに、日本国内の債券を選好する。

オーストラリア: GDP 成長率・CPI の低下傾向は 10 年物国債利回りの低下を示唆

2015 年 11 月 20 日
アニータ・ダウム、ポートフォリオ・マネジメント責任者
コア債券

ここ数年、特に長期の債券の発行残高が急増していることから、多くの債券投資家は 1994 年の暴落時のように金利上昇により債券のリターンがマイナスになることを懸念している。しかし実際には、市場参加者は依然として世界経済の減速とインフレ率の低下を見込んでおり、ここ 2 年間の債券利回りは根強い低下傾向にある。世界中で GDP 成長率は期待外れの結果が続いており、特に中国では 2015 年第 3 四半期の成長率が 2009 年以来最低となった。インフレ率は世界的に低水準で、景気回復局面にある米国ですら例外ではない。各国中央銀行は現在も一段の量的緩和や利下げを検討しており、当社はインフレ率の低迷傾向が反転する兆候は今のところ現れていないと見ている。

足元の超低金利環境は当面続くと予想されることから、10 年物オーストラリア国債利回りが向こう 1 年間に大幅に上昇するとは考えにくい。オーストラリアは鉱業依存型経済からの脱却を図っている最中であり、今後も成長率は低迷すると予想される。コモディティ価格と賃金上昇率の低迷によりインフレ率も低水準で推移すると見られる。そのため、RBA(オーストラリア準備銀行)が利上げを実施する可能性は低く、国債利回りは現在の低水準にとどまると思われる。

移行期にあるオーストラリア経済の成長率は鈍化する見通し

成長率の低迷が続くと考えられる理由は以下の通りである。

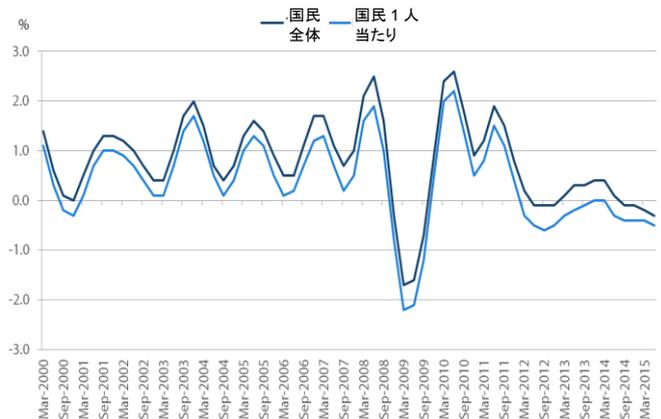
与信の伸び: 他の多くの業界と同様、金融機関は規制強化に直面しており、その対応策としてのコスト上昇を消費者に転嫁すると見られる。主要 4 行は、規制強化に伴い、住宅ローン・ポートフォリオに対する所要自己資本の積み増しが必要になったとして、2015 年後半に変動金利型の住宅ローン金利を引き上げた。これは与信の伸びに影響を与え、シドニーとメルボルンの不動産市場の過熱をある程度は沈静化させると考えられる。

人口動態: オーストラリアは人口の高齢化が進んでおり、これが経済に様々な悪影響を及ぼすことが懸念される。退職者は収入の減少に合わせて支出を控えるため、高齢者層の消費額は他の年齢層を下回る傾向がある。また、高齢者は持ち家に住んでいることが多く、家財・家事用品を新たに購入する必要もない。特に、小さな住宅に転居することにした場合は尚更である。人口が伸び悩むことによるもう 1 つの影響は、新築住宅の購入需要が減少し、それに伴って建設投資が減少することである。

消費: 2015 年 8 月現在、小売売上高は堅調に推移している。しかし、足元では不動産競売成約率が低下するなど、住宅価格の上昇ペースが鈍化する可能性も見え始めてきた。不動産調査会社コアロジック RP データの最新レポートによると、「伸び率はシドニーの住宅市場に限らず国全体で鈍化の兆しが見えている」。

これが正しければ、住宅価格上昇による資産効果は薄れ、家財・家事用品を中心に小売支出が減少に繋がる可能性がある。さらに、実質純国民可処分所得の伸び率の傾向はマイナスに落ち込んでいるおり、平均的な世帯の生活水準の向上率は鈍化(もしかするとマイナス)しており、財・サービスの消費が減少に転じる恐れがある(図表 1 を参照)。

図表 1: 実質純国民可処分所得



出所: オーストラリア統計局, 5206.0 - オーストラリア国民経済計算: 国民所得・支出・生産, 2015 年 6 月, 2015 年 9 月 2 日発表

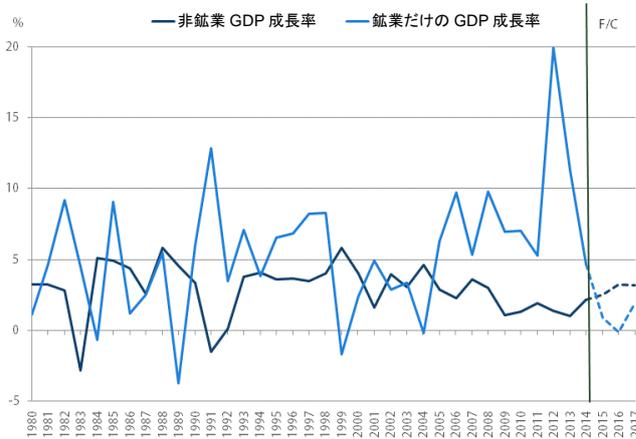
設備投資: 他の先進国と同様、オーストラリアは製造業主導型経済からの脱却を図っているが、そのプロセスは緩慢で、痛みを伴うことも多い。既存概念とは異なったコラボレーション(協業)・IT を駆使した革新的なサービス主導経済に移行する動きも拡大し、それに伴って設備投資が減少している。その理由は、設立間もない企業やコラボレーション(協業)型企業の大半は、無償あるいは低コストのツールを利用するか、遊休資産を活用しているためである。例えば、Uber(配車サービス)では一般人(運転を行う)の自家用車を活用しており、Airbnb(民泊仲介サイト運営)は利用者が所有する不動産を活用している。両社とも実物資産への投資を通じて経済に寄与することはない。資産の有効活用は生産性の向上に寄与するが、伝統的な GDP 算出方法では把握できないため、GDP の算出自体が不正確である可能性もある。今後は、こうしたサービス経済への移行によって設備投資と建設投資が減少し、金利は低水準にとどまる可能性が高い。

GDP 成長率と CPI の低下傾向は 10 年物国債利回りの低下を示唆

2005 年以降の会計年度のデータで見た場合、鉱業を除く GDP (非鉱業 GDP) のトレンド成長率は年率で約 2% である。現在、非鉱業 GDP 成長率はトレンド並みであるため、コアベースで見ると経済はまずまず堅調に推移している。ただ、図表 2 に示すように、鉱業だけの GDP 成長率はこの 2~3 年間で大幅に低下している。

オーストラリア: GDP 成長率・CPI の低下傾向は 10 年物国債利回りの低下を示唆

図表 2: 鉱業だけの GDP および非鉱業 GDP の成長率*

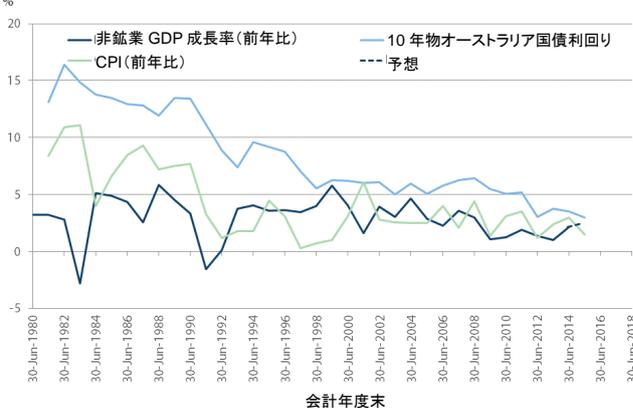


* 破線は予想の平均値を表す。F/C=予想値
出所: ABS および HSBC の予想値

このように、鉱業部門が好況の年には GDP 成長率は実態以上に高く見えるが、現在は実態よりも低い結果となっている可能性が高い。これは債券にとって何を意味するのだろうか。成長率が低下すると、中央銀行は利下げにより経済を回復に向かわせようとする。利下げは借入コストを引き下げ、企業の新規設備投資や事業投資を促すためである。成長率の低下はインフレ率の低下にもつながる。財・サービスの需要が減少することで、物価は下落するか、少なくとも横ばいとなるからだ。さらに、GDP 成長率、インフレ率、金利が低水準となる景気低迷期には、投資家は安全とみなされている国債を選好する傾向がある。一般に企業利益は落ち込み、デフォルト・リスクが上昇するため、社債の魅力は減少する。その結果、国債の需要が増大し、国債価格は上昇(利回りは低下)する。

図表 3 に示すように、10 年物オーストラリア国債利回りは会計年度末のデータで見た非鉱業 GDP 成長率をわずかに上回っている。したがって、GDP 成長率が横ばいまたは低下傾向で推移すれば、10 年物国債利回りも低水準にとどまる可能性が高い。

図表 3: 10 年物国債利回り、非鉱業 GDP 成長率、および CPI



出所: ブルームバーグ、HSBC の予想

債券利回りが低水準にとどまると予想されるもう 1 つの理由は、今後 2~3 年間にインフレ率が大きく上昇する可能性が低いことである。流動性は増加しているが、銀行規制の強化によって金融機関の貸出残高は減少している。与信の伸びが鈍化すると流動性の超過供給が解消され、インフレ率が上昇する可能性は低くなる。さらに、人口高齢化と実質純国民可処分所得の減少により、需要面からのインフレ圧力も高まりにくい。

結論: 成長率低下は向こう 2~3 年間の債券利回り低下を示唆

RBA は、コモディティ価格下落に伴うオーストラリアドルの下落が今後の経済成長に寄与すると予想している。しかし、非鉱業分野への投資は既に伸び悩んでおり、短期的には低迷する公算が大きい。オーストラリアの経済成長率は当面トレンド並みで推移すると当社は予想する。人口増加率の鈍化、コモディティ価格の下落、賃金上昇率の低下により、インフレ率は低水準にとどまると思われる。

当社の見解では、経済成長率が予想を上回る兆しは今のところほとんど見られず、予想が外れるとすれば下振れ方向であろう。金利は低水準にとどまる可能性が高く、特にその可能性が高まるのは、米国が利上げを先送りし、そしてその後の利上げペースが市場の予想以上に緩慢な場合である。その場合、オーストラリアの債券利回りは低い水準にとどまり、債券相場的大幅な下落は回避される。また、債券はリスク商品の下落時にはリスク商品に比し良好なパフォーマンスを示すことが多いため、景気が予想以上に悪化した場合にリスク資産のパフォーマンス悪下をカバーすると思われる。

注釈:

¹ 住宅市場がピークに達していることを示す兆候: 2015 年 10 月 21 日付プレス・リリース - コアロジック RP データ

世界的な外貨準備通貨としての中国人民幣元

2015年12月1日

チア・ウーン・キエン

債券シニアポートフォリオマネージャー

IMF(国際通貨基金)は、SDR(特別引き出し権)構成通貨として人民幣元を採用することを決定した。この決定は、人民幣元が世界の主要外貨準備通貨の1つとなる上での大きな前進であるとともに、中国の資本取引自由化の動きを加速させ、今後数年間では人民幣建て資産の投資妙味が大きく高まる可能性があることを示唆するものである。各国の中央銀行は人民幣で外貨準備を積み増すとみられるなか、世界中の投資家は人民幣建て資産への投資をますます拡大させるだろう。これらが外貨為替市場に及ぼす長期的影響として、今後人民幣の長期的な上昇が大いに期待できる。

2015年10月、PBOC(中国人民銀行)は、ロンドン銀行間市場で人民幣建て手形の発行を開始した。今後、人民幣建て手形はロンドンで定期的に発行されると予想している。中国財務部もロンドンで国債を定期的に発行する可能性が高いとみられる。この動きによって短期金融商品、短期債券から長期債券に至るまで様々な期間の人民幣建て債券が国際市場で取引可能となる。ロンドン市場は、中国の発行体が国外で発行する人民幣建て金融商品と中国以外の発行体が人民幣建て債券市場で資金調達する場合の両方で世界的なベンチマークになるとみられる。ある意味で、これはユーロドル市場同様の、ユーロ人民幣市場を中国のために創設することに近いとみられる。

2010年以来、中国はさまざまな多国間の枠組みへの影響力を行使することによって、人民幣を世界的な準備通貨にするという戦略目標に取り組んできた。中国政府は、新たに創設したアジアインフラ投資銀行、新開発銀行(所謂 BRICS 銀行)、シルクロード基金を通して、自らの資金力を世界市場で顕示してきた。今回、IMF が SDR 構成通貨に人民幣の採用を決定したことが、中国が自らの長期的戦略目標を実現する上で大きな後押しになると考えている。

日本の GDP 改定値: 実態を反映した在庫水準でリセッションを回避

2015年12月10日

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト

私はこれまで日本のマクロ統計をあまり重要視しないよう株式投資家に伝えてきた。

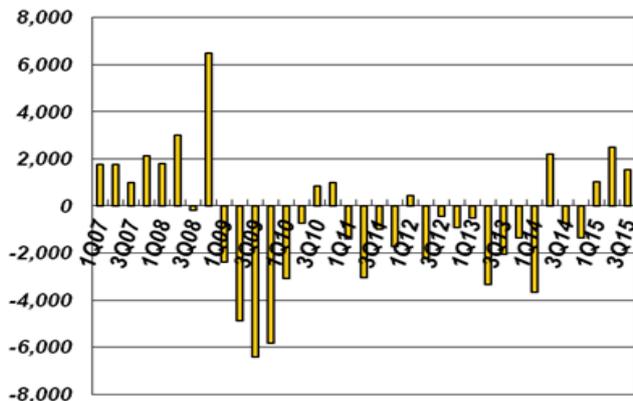
<http://en.nikkoam.com/articles/2015/11/economic-disappointment-in-japan-should-not-worry-equity-investors>

2015年第3四半期の実質GDP成長率(以下「成長率」)は前期比-0.8%(季節調整済み年率換算、以下SAAR)から+1.0%へと大きく上方修正されたが(修正前の数値では、リセッションの定義を満たしたようになっていた)、その要因は、不可解な減少が続いていた在庫残高の修正によるものであった。この点については以前から指摘してきたが、ここで簡単に解説する。

第一に、第3四半期成長率の上方修正は主に第2四半期成長率の下方修正によるものであり、その影響を除くと、第3四半期成長率は前期比0.3%(SAAR)にとどまる。言い換えれば、第3四半期統計は当初推定値からわずか0.2%上方修正されたに過ぎない。第3四半期の在庫はかなり大きく上方修正され(第2四半期の在庫も上方修正)、結果的に第2、第3四半期ともに在庫増加となったが、第3四半期の当初推定値では在庫の大幅な取り崩しになっていた(円ベース)。数字上は修正前の統計では日本から在庫が完全に消えていたことになっていた。前述レポート(上記リンク参照)で述べたように、在庫の影響を除くと、第3四半期成長率の当初推定値は前期比1.1%(SAAR)となるはずであった。したがって当社は、修正後の統計の方が実態に即していると考えており、在庫は下の図に示すようにようやく減少基調から脱した模様である。

四半期ごと在庫品増加額の推移(実質季節調整済み)

(単位:2005暦年連鎖価格、10億円)



出所:内閣府経済社会総合研究所

GDPのその他の項目を見ると、個人消費は当初推定値から大幅に下方修正されており(ただ、第2四半期の統計も下方修正されたため、第3四半期は前期比プラスを維持)、設備投資は上方修正、政府支出は大幅に下方修正された。ただし、政府支出については第2四半期の統計も下方修正されたため、第3四半期の前期比伸び率に大きな変化はない。また、「開差」(実質GDP値と各項目の合計値との差)は更に大きな数値に修正されたことから、この要因によるGDP押し下げ効果(過小評価)は依然として極めて大きいと言える。

開差が今後のGDPの上方修正あるいはそれ自体の縮小傾向によって解消されることにより、今後数四半期(もっと先になるかもしれないが)成長率が押し上げられることになる。いずれにせよ、過去の在庫減少傾向を示す統計からも分かるように、日本のGDPは実態から大きく過小評価されている可能性が高い。

GDP速報値の発表後、堅調な設備投資を裏づけるデータを基に市場予想は前期比0.1%(SAAR)に上方修正されたが、第2四半期統計の下方修正と在庫残高の上方修正は予想されていなかった点に注目してほしい。

在庫は上方修正されたものの、長期の取り崩しにより依然として極めて低水準にあると考えている。そのため、在庫は今後数四半期から数年にわたって大幅な増加が続くと思われる。これに個人消費の急速な伸びが重なることにより、第4四半期の成長率を前期比1.0%(SAAR)、場合によっては2.0%近くまで押し上げられる可能性がある。ただし、当社の見通しでは2016年上半期の成長率は前半期比0.8%(SAAR)に減速すると予想している。繰り返しになるが、株式投資家はこの低成長を過度に懸念するべきではない。コーポレート・ガバナンス改革の進展と海外の堅調な経済成長が企業収益を一層押し上げる一方で、株価バリュエーションは依然として極めて割安な水準にあるためである。

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。