

4

アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞 察

2017年4月

グローバル・ビュー

米国株6つの急所

世界金融危機発生以来、最高のパフォーマンスをあげた市場のなかの1つである米国株式市場は、8年間の長期に亘って強気相場が続いてきましたが、今、多くのマイナス要因に悩まされています。ただこれまでの好調な成績を考えれば、多くの長期投資家が米国株という資産クラスをポートフォリオに引き続き組み入れる理由は容易に説明がつかます。

それと同時に、米国株式市場のバリュエーションは、シラ式株価収益率(PER)が29.8倍と長期平均のおよそ2倍という高水準にあるため、現在の水準で成長の可能性を追求し、購買力を守るべきなのかと疑問を感じている投資家もいます。

株式相場下落の要因は？

ダウ工業株30種平均は、今年に入って記録した史上最高値からおよそ1%下落し、市場ではもう一段の下落を予想する声が高まっています。ここでは、米国株のエクスポージャーを過剰に保有している投資家がポジションを見直すきっかけになると思われる要因を以下、6つ挙げたいと思います。

1. トランポノミクスによる上昇は限定的

市場は当初、トランプ大統領の新たな景気対策に高い期待を寄せていましたが、先般のオバマケア代替法案が撤回されたことを受け、過剰な期待は冷めつつあります。また、その他の政策についても、過去に米国経済を活性化した実績があるものばかりではありません。企業や富裕層向け減税はわずかな効果しか期待できない一方で、新規のインフラ支出や低所得層向けの減税は中期的にのみプラスの経済相乗効果をもたらす要因になることが明らかです。

市場はトランプ政権の景気対策に大きな期待を寄せていましたが、オバマケア代替法案の撤回を受け、過剰な期待も冷めつつあります。



ニール・ドゥエイン
グローバル・ストラテジスト

2. インフレ率の上昇 + 金利上昇 = 望ましくない不意打ち？

米国経済が完全雇用の状態にあり、近い将来賃金上昇が始まるのが確実と見られることを考えれば、米国のインフレ圧力は市場の予想よりも速いペースとなるでしょう。米連邦準備制度理事会(FRB)は、歴史的に非常に相関が高かったことを示している2つのデータ、すなわち所得と賃金のデータに注目しています。そのデータ次第では、(政策金利が)金利カーブを下回っているため、FRBはもっと積極的な措置をとる可能性があり、そうなれば、市場にとっては望ましくない不意打ちとなるでしょう。

3. 貿易政策が米ドルの火種に

トランプ大統領が保護貿易政策を実行すれば、米ドルにはマイナスとなるでしょう。環太平洋経済連携協定(TPP)の頓挫、中国の「新シルクロード(一帯一路)構想」の進展、そして原油価格の上昇などからも同様にネガティブな影響を受けるでしょう。国境調整税が導入されるようなことがあれば、ドル高が進行し、企業収益と経済競争力の低下を招くでしょう。

国境調整税が導入されるようなことがあれば、ドル高が進行し、企業収益や経済競争力の低下を招くでしょう。

4. 債務コストの上昇

米国に限らず世界的に債務残高は極めて高い水準にあります。それも異例の金融緩和政策があつてこそ維持可能となっています。ここ数年間で米国の債務水準は2倍に膨れ上がりましたが、年間の借入れコストはおよそ4,250億ドルにとどまっています。しかし、金利が上昇するにつれ、米政府の債務コストが増大し、トランプ政権の財政的な余裕は失われるでしょう。

5. 人口動態が望ましくない方向へ

人口の高齢化は世界中が抱える問題であり、米国も決して例外ではありません。米国経済においては、生産性の高い高齢労働者が、賃金が比較的安い若い世代の労働者に取って代われ、ますますグローバル化の競争にさらされることで職を離れざるを得なくなるという、悩ましい状況になっています。さらに、移民政策が政権の気まぐれに左右される状況下で、移民数が減少し、人材プールが縮小し、さらには移動の柔軟性が減少することで、米国が誇る労働力の柔軟性による経済優位性にしわ寄せが来るでしょう。

6. テクノロジーは発展すれど、創造するものは少ない

グローバル化が米国の雇用市場の空洞化を招いたと主張するポピュリストもいますが、実際のところ雇用にとって代わるテクノロジーの台頭が招いた結果であり、企業がロボット工学や人工知能(AI)への投資を拡大していることからそれは明らかです。さらに、米国が最先端を行く最新テクノロジーとソーシャルメディアの相乗効果は、過去の産業革命と比べてその効果はかなり小さいのに、既存ビジネスを大きく破壊する原動力となっています。つまり、ハイテク革命の多くが生み出したものは、大量の雇用ではなく大量の富だといえるでしょう。

企業はロボット工学や人工知能(AI)への投資を拡大し、雇用にとって代わるテクノロジーが台頭しています。

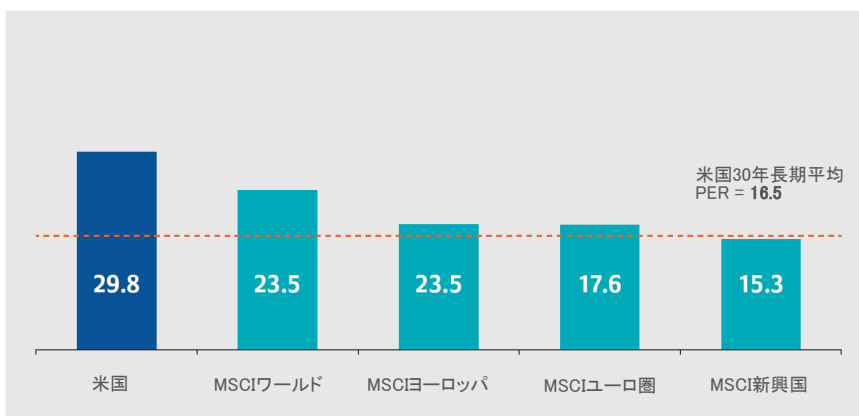
投資家が考慮すべき要因

世界的に低金利がバリュエーションを押し上げている投資環境の中でも、特に米国株式市場は割高な水準にあります。さらには、米ドルが20%近く過剰評価されている状況で問題になってくるのが、新たな景気サイクルが始まる前に米国株がどのタイミングで下落するか、あるいは下落しないのかということです。こうした現状を踏まえて検討すべき投資アプローチを以下に挙げます。

- 引き続きアジアに注目: 中国、インド、そしてインドネシアでは、何十億人もの労働者が中間層に移行するため、持続可能な経済成長が望めるでしょう。
- 発展途上国において構造改革の進捗に注視: 投資家にとって構造改革は、将来のリターンの可能性を示す明確なシグナルです。
- 金利感応度に対する備えを: 米国債市場では、金利上昇に備えて既に10年米国債がショートされています。
- 資金の投資先に注視: 米国企業の多くが欧州やアジアで魅力的な価格の資産を購入しています。

米国株式市場は非常に割高

現在の米国株式市場のPERは30年長期平均を大きく上回る



出所: Datastream, MSCI, Shiller, AllianzGI (2017年3月1日現在)

米国：予算と税を巡る攻防が始まる

米議会とトランプ政権の新たな優先事項は、経済成長を優先した企業寄りの財政政策を実現することです。しかし、どのような政策が実現するかは、まったく見当が付きません。政治的な駆け引きや、特別な利益団体のロビー活動が始まればなおさらです。さらに、連邦政府の予算編成プロセスでは、タイミング、規模、修正の範囲が決定されるまで紆余曲折を経ることになります。

問題をさらに複雑化させるのは、共和党が過半数を占める議会とドナルド・トランプ大統領は、来年度予算に着手する以前に、当会計年度末の9月までの資金調達を目的とする新たな短期支出法案を可決し、さらには連邦政府閉鎖を回避するために債務上限を引き上げる必要があることです。しかし、すべての段階において、民主党からだけでなく共和党内からも反対にあうでしょう。

来年度予算に着手する以前に、議会とトランプ大統領は、資金調達を目的とする短期支出法案を可決し、さらには連邦政府閉鎖を回避するために債務上限を引き上げる必要もあります。

政府支出の大幅修正

トランプ大統領は2018年会計年度の予算案概要を3月16日に議会に提出し、議会では正式な審議が始まり、連邦政府機関、プログラム、事業への予算額が決定されますが、その多くはめったに承認されることはありません。予算案概要では、非軍事費の裁量支出について異例の削減を求め、また19の連邦政府機関の廃止を提案し、国防、退役軍人にかかる支出と国土安全保障費の拡大に充てようとしています。予算案では、非軍事費支出は2018年度GDP比約3%強に抑えられており、これは過去56年間で最低の水準です。

大統領が今回議会に提出した予算案には、民主党議員だけでなく上下両院の共和党議員の多くも賛同しないでしょう。ある大物上院議員はこの予算案を「議会で否決されることが初めから分かっている」と言っています。共和党右派は、この予算案が通過すれば、連邦予算の赤字幅が拡大すると反対しており、共和党穏健派は、各州や地域にとって重要なプログラムの予算を大幅に削減することには賛成できないと不満を漏らしています。

民主党はトランプ大統領の予算案に反対するでしょうが、両院の共和党議員の多くも反対するでしょう。



スティーブン・マリーン, Ph.D.
インベストメント・ストラテジスト

共和党の目指す主な税制改革

予算をめぐる熾烈な攻防に備え、トランプ大統領と議会は、企業および個人向けの税制改革の本格的な検討を始めています。今回の税制改革案は1986年以来の包括的な新たな改革案パッケージとなる可能性もあり、新たな政治的駆け引きが始まることが予想されます。

大方の予想では、共和党議員の指導者は、遅くとも今夏終盤までの法案成立を目指しているため、成立へのプレッシャーは急激に高まるでしょう。税制改革案が対象としているのは企業にとどまりません。中間所得層および低所得層については税負担の軽減となりますが、高所得層の納税者については課税基準を見なおし、実効税率としては完全な減税になるわけではないとしています。個人に関する税制改革法案について、民主党穏健派の議員は悩ましい状況に追い込まれるでしょう。この税制改革法案に反対の立場をとれば、低・中間所得層の納税者の税制上の優遇に反対しているかのように見えますし、法案に賛成すれば、共和党に服従しているように見えてしまうからです。

タイムテーブルはさておき、企業および個人向けの税制改革法案は、トランプ政権とポール・ライアン下院議長のそれぞれの本来の目標には及ばないにしても、本年中には成立させなければなりません。ただし、国境調整税など大型減税のパッケージには物議を醸し出す内容も含まれているため、妥協が求められることはあるでしょう。しかしながら、革新的な改革の提案者たちは、税制、政府支出、健康保険、規制における変革を強引に推し進めて行くでしょう。なぜなら、彼らは包括的なプログラムに含まれるそれらの改革は、それぞれが重なり合い、重要な法案が欠けていない状態の場合にのみ機能するものだと考えているからです。(ブロックを互い違いに組み上げた)ジェンガのようなものだと思って下さい。

税制改革法案は本年中には成立する見込みですが、トランプ政権の本来の目標には及ばないでしょう。

変革は進んでいる

結局のところ、トランプ政権と議会の指導者たちが提案した税制改革案が成立すれば、今後10年間で連邦政府予算の赤字は増大するでしょう。しかし、税収を増加させ、政府支出を低下させるほどの経済効果が減税により創出されれば、赤字の増加分の一部は相殺されるでしょう。いずれにせよ、政府支出の優先順位における重大な変更と大規模な税制改革は、2017年末までに実施されることが予想されます。トランプ大統領の経済成長と

企業を後押しする政策が実現し、経済が活性化すれば、市場も好意的に受け止めるでしょう。

欧州の見通し

イタリアが欧州の選挙の勝利に冷や水？

英国は3月29日にリスボン条約第50条を発動し、正式にEU離脱の手続きを開始しました。多くの識者が指摘するように、これが欧州プロジェクトの危機となるのでしょうか。それとも、欧州の「スーパーサイクル」にあたる2017年の選挙で、有権者は高まる反EU勢力に抵抗を見せるでしょうか。少なくともこれまでのところ親EU派が勝利を収めています。

- 3月15日に実施されたオランダの国政選挙では、ヘルト・ウィルダース党首率いる反EU派の自由党は、マルク・ルッテ首相率いる親EU派の与党に敗北しました。
- 4月から5月にかけて実施されるフランス大統領選挙では、改革推進派で親EU派のエマニュエル・マクロン前経済相が反EU派で極右派のマリーヌ・ルペン氏に勝利する見込みです。
- ドイツでは、9月の選挙は間一髪といった結果になりそうですが、選挙後の政府と議会を親EU派とグローバル化賛成派が占めるのはほぼ確実でしょう。

上記のような親EU派の勝利は、EUにとって前向きな一歩だとして市場に好意的に受け止められており、それにより英国のEU離脱による不確実性も幾分薄らいでいます。ドイツ経済は堅調で、パリとベルリンの結びつきが強まる可能性も高まっており、EUとユーロ圏の統合は一段と強化されると見えています。

欧州各国の選挙における親EU派の勝利は、市場で好意的に受け止められており、英国のEU離脱をめぐる不確実性も幾分薄らいでいます。

しかし、タブー視されている不安材料がイタリアです。経済成長率は低迷し、銀行セクターの財務状況は脆弱で、政権与党は分裂の危機に瀕し、政治的なムードは反EUに傾いています。今年中に解散総選挙が実施されなければ、2018年の春に通常選挙が実施されるでしょう。イタリ



シュテファン・フリッチャー
チーフ・エコノミスト

ア経済が極めて困難な状況にあることを考えれば、国民が通貨ユーロの放棄および/またはEU離脱に賛成する可能性も十分に考えられます(少なくとも簡単には片付けられない問題です)。市場の見解も同じようで、深刻な投げ売りの先行指標とされるクレジットデフォルトスワップ(CDS)において、イタリアのスプレッドは2016年序盤の2倍にまで拡大しています。

タブー視されている不安材料がイタリアです。深刻な投げ売りの先行指標とされるCDSにおいてイタリアのスプレッドは2016年以降2倍に拡大しています。

結局のところ、欧州のスーパーサイクルが投資に及ぼす影響はさまざまです。ポジティブな側面としては、欧州の政治的な先行き不透明感がわずかながら後退していますし、今後フランスとドイツの選挙結果が市場にとって望ましいものとなれば、一段の改善が見込めるでしょう。そうなれば、通貨ユーロおよびユーロ圏内の資産は選挙結果の恩恵を受けて2017年中は堅調に推移するでしょう。よりネガティブな側面としては、政治リスクが今後も資本市場に影響を及ぼし、その原因もイタリアに限られたものではないことです。米国、英国、その他の西欧諸国で、グローバル化に異議を唱え、民族国家の強化を主張するポピュリズムの傾向が弱まることはなさそうです。現在見られる市場の先行き不透明感と不安定さがそう簡単に収まることはないでしょう。

中国の銀行の間は薄らぐ

ここ数年間、市場関係者の間では、中国の銀行の健全性とウェルスマネジメント商品(WMP)の販売をめぐる懸念がささやかれてきました。WMPは、魅力的な利回りを提供し、発行銀行の暗黙の保証が付いていますが、ポートフォリオの透明性が高いとは限らず、保有資産が銀行のバランスシートに計上されていないことも多いため、システミックリスクへの懸念が高まっているのです。

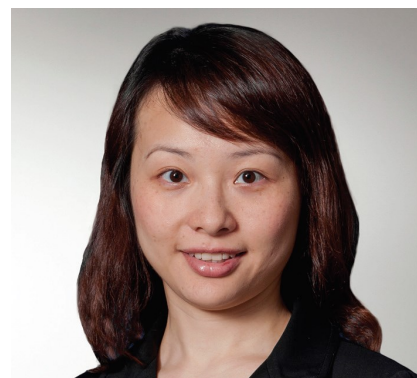
当社のグラスルーツ・リサーチチームが、中国の銀行の支店長に本件についての聞き取り調査を行ったところ、依然としてWMPへの需要が高いことが分かりました。一方で、透明性の高い新商品への消費者の関心が高まっている状況も明らかになりました。また、中国の銀行に対するおおむね前向きな弊社の見通しを裏付けるモーゲージ市場の健全性を示す証拠も数多く確認することができました。

純資産価額方式の商品は好調で、WMPへの需要も高まっています。

今回の聞き取り調査で明らかになったことは以下のとおりです。

- 回答者の大半は、2016年12月から2017年2月までの間、WMPの販売件数は増加したと回答し、平均11%増との回答を得ました。これは、株式や不動産など他の投資商品がそれほど引き続き魅力的ではなかったことが要因です。
- 政府が過熱する住宅市場を抑制し、中国の事業環境への懸念を払拭しようと懸命に努めていることを考慮し、今年の銀行貸出目標額は据え置かれると予想しています。
- 回答者は、2017年も不動産担保ローンが融資業務の中心になると予想していますが、不動産担保付き消費者ローンの急激な伸びも予想しています。
- 2017年の貸出デフォルト率について、回答者の5分の2は前年と変わらないと予想していますが、回答者の半数は上昇すると予想しています。
- 回答者の大半は、貸出デフォルト率はおおむね低水準にとどまると考えており、今後数カ月間のうちにデフォルトリスクが上昇する兆候はまったく見られません。

不動産担保ローンは、銀行にとって健全かつ利益性の高い事業と考えられています。



ジョイ・ウオン
グラスルーツSMリサーチ・アナリスト

グラスルーツ・リサーチの調査では、純資産価額方式の商品であるWMPの人気の銀行と顧客の間で高まっている状況を弊社のリサーチアナリストHelen Yeは興味深く見えています。「純資産価額方式のWMPは暗黙の銀行保証を付与していないため、投資家が負担しているリスクについての理解を促す必要があります」と述べています。

ローン融資が落ち着きを見せ、新規貸出の大半が不動産担保ローンに継続して依拠している現状が明らかとなったことは、明るい材料です。Helen Yeは、「銀行セクターにとって不動産担保ローンは、健全で利益性の高い事業です。こうした現状は、中国経済における過剰な信用拡大に対する市場の懸念に対抗し、中国の銀行に対する弊社の前向きな投資見通しを裏付けるものです」と述べています。

回答者の大半は、貸出デフォルト率はおおむね低水準にとどまると予想しています。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社(以下、当社)の所属するAllianz Global Investors グループ(以下、AllianzGI Group)が作成する洞察を当社が翻訳したものです。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその完全性を保証するものではありません。
- AllianzGI Group各社はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における資料作成会社の見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。

投資顧問契約および投資一任契約のお客様は以下をお読みください。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する年間報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品(デリバティブ取引等)は、様々な指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第424号

一般社団法人日本投資顧問業協会に加入

一般社団法人 投資信託協会に加入