



日本株月次レポート | 2月

ボトムアップによる転換点



中塚 浩二
株式, 日本CIO

過去20年以上日本株がほかの先進国市場に対し劣後し続けていたころ、ある企業のCFOはしばしば外国人投資家から「日本企業にはアニマルスピリッツがないのか」という質問を受けたそうです。

私自身も当社の海外オフィスのポートフォリオマネージャーや外国人投資家から同様の質問を受けた経験があります。

アニマルスピリッツとは一般に「野心的欲望」とも訳されます。

その野心的欲望を持って大胆な経営施策を打ち出す企業がなかなか出てこないことに痺れを切らしていることが窺えます。

投資の失敗を回避する意識が強すぎるため、内部留保を積み上げる企業が多いのではないかと、という意味の質問と考えられます。

デフレ下において、現金比率を重視することはむしろ合理的であったと当時の経営陣は考えていたように感じます。将来にわたってデフレ（すなわち物価が下落する一方、通貨価値は上昇）を予想しているのであれば不確実性の高い投資を行うよりも、現金のまま寝かせておくことがリスクが最も小さくかつ確実にリターンを得ることができるからです。すなわち、アニマルスピリッツを持ち出す必要がなかったといえます。

私は、現在の日本の株式市場は過去20年で3度目の転換点（過去2回は2005年小泉内閣の構造改革期待、2012年以降のアベノミクス）にあると認識しています。

第一の理由は、デフレマインドから需要牽引型インフレへの移行です。物価見通しの変化により投資に対する考え方は180度変わります。デフレ環境で最善の投資と思われていた現金保有がインフレ下（通貨価値の下落）では確実に損してしまう投資に一変してしまうからです。

第二の理由は、**賃金上昇期待と生産性の改善**です。現在、日本の労働市場は賃金を上げないと優秀な人材を確保できない状態となっています。これにより、家計（被雇用者）側から見ると賃金の安定的な上昇の期待が高まります。結果として日本銀行が目指す需要牽引型の期待インフレ率上昇が可能となります。一方企業側は、賃金上昇という固定費の上昇を吸収して利益成長を目指すため、生産性の改善が急務となります。DX投資やAIの導入などが典型的な例といえるでしょう。これが社会全体を効率化させると思います。

そして3つ目の理由は、**資本コストの認識**です。東証のガバナンス改革だけでなく、機関投資家とのエンゲージメント議論などを通し、多くの日本企業の経営陣は資本は無料ではないことを認識し始めています。デフレ下でも、資本コストを考慮すればそれに見合う収益をあげる投資が必要だったと考えます。今後期待インフレ率が高まっていけば、収益拡大の機会は増えていくものと予想します。

この3つの理由から、**日本企業がアニマルスピリッツを取り戻していくことに期待しています。**

過去2回の転換点は政府と中央銀行によるトップダウンによる改革でした。今回は、**経営の変化・ボトムアップによる転換点**と認識しています。

ボトムアップの転換だからこそ、息の長い右肩上がりの市場が期待できると思います。また、ボトムアップの転換点だからこそ、企業調査力・対話力が重要となるものと考えます。

* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性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、将来の運用成果等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当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等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・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、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。
- 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- 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。
- 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

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、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。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
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入