



MARKET INSIGHTS

World View 4Q 2014

2015年は中央銀行、ドル高がテーマ

- 2008年の金融危機以降、先進国の主要な中央銀行は金融緩和に舵を切り、資産買入という従来にない手段も導入することで、金利低下を促してきました。2015年、そうした状況は終わりを迎えます。米連邦準備制度理事会(FRB)とイングランド銀行(BoE)は政策金利引き上げに動くと思われており、一方で欧州中央銀行(ECB)と日銀は依然として金融緩和を進めているからです。
- 米国の政策金利引き上げと成長加速による影響の1つとして、ドル高の持続が考えられます。ドル高は、米国においては輸入物価の低下を引き起こし、インフレ圧力を緩和します。一方、欧州や新興国は米国での需要の高まりを利用して輸出を拡大することができます。ドル高は世界経済にとってプラスの影響をもたらすことが期待されています。
- 米国では、金利上昇と堅調な企業業績を踏まえ、債券に対する株式のオーバーウエイトを継続することが妥当と考えられます。しかし、米国では供給面の制約で債券と株式いずれのリターンも悪影響を受ける恐れがあります。中期的には、投資家は世界の金融市場の中で、企業業績が拡大する可能性があり、バリュエーションの魅力度がより高い地域への投資を増やすとみられます。

WORLDVIEW

投資を成功させる鍵は、架空のビジョンで将来を見るのではなく、明確な視点で現在を見据えることです。こうした視点は、金融危機からの回復局面にある中、極端に緩和的な金融政策、そして投資家の投資に対する先入観の強い現在の環境において、より一層必要とされるものです。この新たな四半期レポートでは、世界の経済・投資環境を形成するとともに、長期の投資家にとっての投資機会とリスクの双方を生み出している主要な要因に焦点を当てることによって、明快な視点を投資家に提示することを目指します。



Dr. David P. Kelly, CFA
マネジング・ディレクター
チーフ・グローバル・ストラテジスト
J.P.モルガン・ファンズ

David KellyはJ.P.モルガン・ファンズのチーフ・グローバル・ストラテジストです。20年以上の実務経験に基づき、経済や市場についての有益な洞察や見通しを、数多くの投資専門家やその顧客に提供しています。全米各地で催される投資カンファレンスで基調講演を数多く務めるほか、米CNBCテレビをはじめとする金融報道番組へも度々ゲスト出演し、金融誌でも幅広く取り上げられています。

J.P.モルガン・ファンズに入社以前は、パトナム・インベストメントのエコノミック・アドバイザーを務めていました。それ以前には、SPPインベストメント・マネジメント、プライマーク・ディジション・エコノミクス、リーマン・ブラザーズ、DRIマグローヒルでシニア・ストラテジストやシニア・エコノミストとして勤務していました。CFA協会認定証券アナリストであり、ミシガン州立大学で経済学の博士号と修士号、アイルランド共和国のユニバーシティ・カレッジ・ダブリンで経済学の学士号を取得しています。



Stephanie Flanders
マネジング・ディレクター
チーフ・マーケット・ストラテジスト
(英国・ユーロ圏担当)
J.P.モルガン・アセット・
マネジメント

Stephanie Flandersは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントの英国・ユーロ圏担当チーフ・マーケット・ストラテジストです。経済や金融市場についての有益な洞察を、英国、ユーロ圏に留まらず、世界中の投資専門家に提供しています。

J.P.モルガン入社以前はBBCのエコノミック・エディターを務め、その分析や番組でのコメントは高い評価を受け、世界中で幅広く取り上げられました。また自身のブログではエディターとしての影響力を発揮し、そのブログ名にちなんだ経済討論番組『Stephanomics』をはじめ、数々のテレビ番組やラジオ番組にも出演しました。夜間の時事番組『BBC Newsnight』のエコノミック・エディターを2008年4月まで務めていました。

優秀なジャーナリストに贈られる賞も数々受賞しています。オックスフォード大学ペリオールカレッジで哲学、政治学、経済学の優等学位を取得し、ハーバード大学ケネディ・スクールを修了しました。



Tai Hui
マネジング・ディレクター
チーフ・マーケット・
ストラテジスト (アジア担当)
J.P.モルガン・ファンズ

Tai Huiは、J.P.モルガン・ファンズのアジア担当チーフ・マーケット・ストラテジストであり、香港を拠点に活動しています。10年以上の経験に基づき、アジア太平洋地域の金融顧問およびその顧客のために、市場や経済、投資に関するJPモルガン・ファンズの見解を論理的に構成し、発信する役割を担っています。

J.P.モルガン・ファンズに入社以前は、スタンダードチャータード銀行のシンガポール支店でアジア地域のリサーチ統括責任者として、地域経済や金融市場の動向を調査し、分析結果を法人や機関投資家に提供していました。

英国ケンブリッジ大学で経済学の学士号、香港大学で国際関係学および行政学の修士号を取得しています。

異なる政策を取り始める中央銀行

Stephanie Flanders

チーフ・マーケット・ストラテジスト、英国および欧州

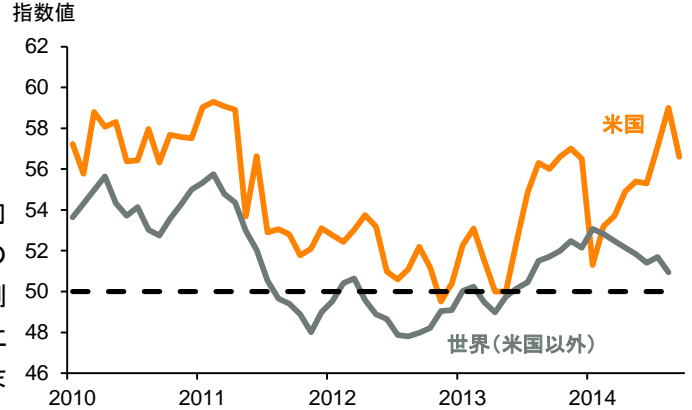
はじめに

足元、景気および金融政策について、世界各国の方向性が「分岐」しようとしています。すなわち、米国、英国の景気回復は成熟段階に入ろうとしており、米連邦準備制度理事会（FRB）とイングランド銀行（BoE）は2015年に政策金利の引き上げを行う可能性が高いとみられています。一方で、日本と欧州では、程度の違いはあるものの、デフレの脅威が続いているため、金融政策は緩和方向へと向かっています。政策金利を引き上げるとされる米英に対し、緩和方向に向かう日欧。こうした「分岐」が、今後の投資環境においては重要なテーマとなると考えられます。

このような「分岐」が進む状況には幾つかの利点があると考えています。まず、こうした環境では、米国と英国のインフレ率が上昇する可能性は低く、回復が長期化するため、景気加速を損ねないゆっくりとしたペースで利上げを進めることができます。同時に、世界の投資家にとっては（金利上昇により）、米国資産の相対的な魅力が増すこととなります。一方、ユーロ圏と日本では、自国通貨安（ドル高）を通じて、輸入物価上昇によるインフレ率上昇と、輸出の増加が期待できます。ただしリスクもあります。例えば、金融政策の効果が景気上昇に繋がらなかった場合、米国資産以外に投資の選択肢がなくなる恐れがあります。

このセクションでは、景気および金融政策について、世界各国の方向性の分岐を促している要因と、それが経済や市場に与える影響について概略を述べていきます。新興国市場や投資家の資産配分にもたらす影響については、それぞれ別のセクションで取り上げます。

図表1: 製造業購買担当者景気指数(PMI)



出所: Markit, J.P. Morgan, J.P. Morgan Asset Management (データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

米国と英国: ついに利上げか?

2014年、米国経済は厳しいスタートを切ったものの、ここに来て企業の景況感や経済成長のペースは加速しました(図表1)。実際、経済成長率は年率換算で3%を大きく上回っており、失業率は現在、長期平均の6.1%を下回っています。通常であれば、FRBは既に政策金利を引き上げていたはずですが、緩慢な伸びに留まる賃金や物価を受けて、FRBはゼロ金利政策を継続しました。FRBは少し前のフォワードガイダンスにおいて、米国経済の回復が勢いを増した後も、しばらくの間は金融政策の引き締めにおいて後手にまわる方針(ビハインド・ザ・カーブ)だと明言しています。

こうした中、エコノミストの間では米政策金利の引き上げは2015年半ばからというのがコンセンサスとなっています。David Kellyは本レポートの9ページ以降で、短期および長期の米国金利見通しについて述べています。ここで投資家にとって重要なことは、米国の賃金の伸び率が加速し続けた場合、FRBは現在市場が予想するよりも早いペースで利上げを行うことが可能で、実際にそうする可能性もあるという点です。FRBのイエレン議長を始め「ハト派」の委員は、拙速な政策金利引き上げを懸念していますが、連邦公開市場委員会(FOMC)には、ゼロ金利政策を必要以上に長期化することを懸念する委員も多くなります。

ユーロ圏と日本: より緩和的に、より長期的に

欧州景気は夏場に失速し、なかなか持ち直せずにあります。市場予想によると、2014年後半に成長率はどうかプラス圏に戻るものの、主要国、特にイタリアとフランスの景気動向が懸念されています。国際通貨基金(IMF)は先ごろ、ユーロ圏が景気後退局面に逆戻りする可能性は40%ある、との見方を示しました。

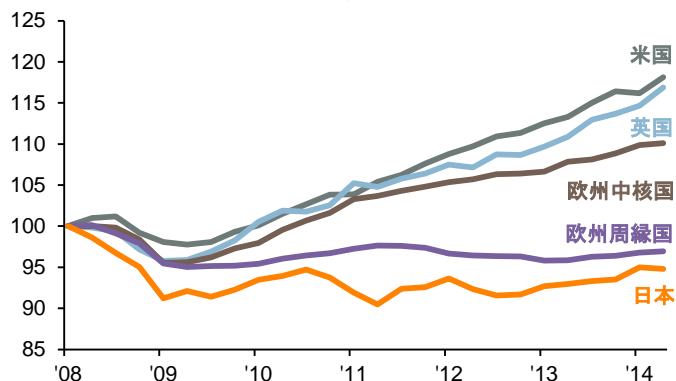
図表2からわかるように、欧州のGDP成長率はインフレ率を差し引いた実質ベースだけでなく、名目ベースでも問題があるようです。ユーロ圏全体、特に周縁国は、高水準の債務削減に向け、近い将来に経済成長率とインフレ率の両方を引き上げる必要があります。夏場以降、欧州中央銀行(ECB)はインフレ率を引き上げるべく、銀行貸出増加を狙った資金供給や、民間部門の資産担保証券(ABS)買入策を実施しています。またECBの政策理事会は、ECBのバランスシートを拡大して3兆ユーロ近くまで再度拡大する方針を明らかにし、必要であればデフレ阻止の追加措置を打ち出すと約束しました。

そうした動きはすでに大幅なユーロ安をもたらしています。6月以降、ユーロは対ドルで約9%下落し、貿易額加重ベースで見ても4%下落しています。また、資産査定(AQR)が完了し、ECBは欧州の金融システムに対する信頼感向上にも貢献しました。

総合的にみて、これらの措置は少なくとも短期的には欧州の資産にプラスの効果をもたらすと考えられます。原油価格の急落は、インフレ率の低下圧力となるものの、企業や家計にとっては減税と同じ効果をもたらすため、最終的には欧州にプラスの効果を与えられます。

図表2: 名目GDP成長率

2008年第4四半期時点(100)として計算



出所: Eurostat, BEA, ONS, 統計局, J.P. Morgan Asset Management (データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

日本経済は、年初にやや勢いを増したものの、その後は4月の消費増税の影響を払拭できず、苦戦しています。インフレ率は目下、前年比1%を割り込んでおり、2015年4月までにインフレ率を2%にするという日銀の目標はほぼ達成不可能にみえます。

日銀はこうした状況を受け、通貨安と長期金利低下による景気底上げに力を入れています。現在、日銀は年間当たりの長期国債買入額を80兆円としていますが、これはGDPの約15%に相当する大規模なものです。その規模は他の中央銀行の量的緩和策をはるかに上回るものとなっており、日銀は発行済みの日本国債のほぼ90%を買い入れることとなります(以前は70%)。運用資産127兆円の年金積立金管理運用独立法人(GPIF)が国内外の株式の運用比率を引き上げる一方で、日本国債の比率引き下げを発表しましたが、その分を完全に埋め合わせることができると考えられます。

欧州の場合と同様に、こうした展開は、短期的に日本の市場と景気に好材料であり、すでに実体経済に表れている回復の動きを加速させるとみられます。小売売上高や鉱工業生産は最近ともに増加しており、日銀短観によると企業の設備投資意欲も強まっています。原油価格の下落も、日本には支援材料です。とはいえ、こうした改善の動きが2015年以降も途切れないようにするためには、今後数ヶ月にわたり賃金が継続して上昇し、第3の矢である構造改革が確実に進展することが不可欠です。

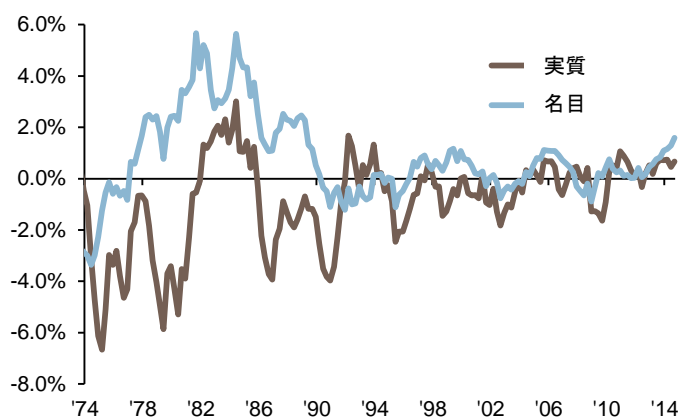
経済および市場にもたらす影響

米国と欧州の経済成長、金融政策の見通しの違いは、米国の10年国債利回りと同年限のドイツ国債利回りの格差が1.5%ポイントまで拡大している点によく表れています。図表3をみると、名目利回り格差は数年前に比べて広がっていますが、長期的には現在よりも大幅に拡大していた時期があることがわかります。

今回の米欧の「分岐」が過去と違うのは、利上げペースが早いのが欧州でなく米国で、実質金利が高いのも米国の方だという点です。過去の多くの例では、米国の金融政策が緩和的な中で、欧州（当時はドイツ連銀）が政策金利引き上げを進めていました。こうした動きは主にドル安につながるとの懸念から、例えば1980年代半ばなど多くの時代に、国家間の緊張や市場でのボラティリティをもたらしてきました。言うまでもなく、今回の動きはこれらとは逆で、実質金利水準が相対的に高いドルが選好されています。

今回の「分岐」が市場にどのような影響をもたらすのか、正確にはわかりません。しかし、経済と投資家に及ぼす可能性が高い影響として、3つ考えられます。1番目の影響は、「分岐」がない場合に比べて米国金利が低下する可能性が高まることです。すなわち、日欧での金融緩和によって、米国資産の魅力が増し、米国債等が買われることで、米国金利が低位で推移する期間がより長期化することです。残り2つはドル高およびコモディティ価格の継続的下落です。これらが新興国にもたらす影響については次のセクションで検証します。

図表3:米国とドイツの名目および実質10年国債利回り格差



出所: Tullet Prebon, FactSet, J.P. Morgan Asset Management (データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

ドルの復活

Tai Hui

チーフ・マーケット・ストラテジスト、アジア

はじめに

10年以上にわたるドル安局面が終わり、投資家は現在、今後数年間のグローバル投資環境を大きく変化させかねない「ドル高」というテーマに注目しています。とりわけ懸念されるのは、これまでドル高局面で先進国の資産に対して総じてアンダーパフォームしてきた新興国の資産です(特に1990年代)。確かに、為替レートの柔軟性拡大やファンダメンタルズの改善で、新興国から資本が流出するリスクは、過去に比べると減退していると思われます。とはいえ、今後数年間にわたり新興国の株式・債券でリターンを生み出すためには、引き続き差別化が重要な鍵を握ります。

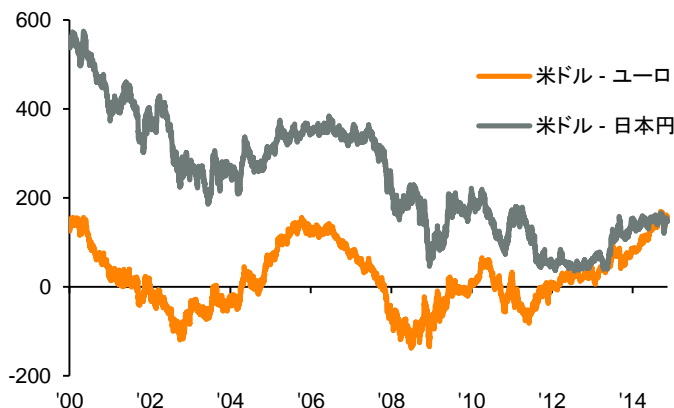
ドルの新たな支援材料

ドルは貿易額加重ベースで2011年に底打ちしました。しかし、直近数カ月のドル高は急激なペースで進行しており、投資家の注意を引いています。全体としては、このドル高傾向は主に2つの要因に基づき、今後も持続していくものと考えられます。

第1の要因は、FRBが金融政策の正常化を継続すると見込まれることです。FRBは10月のFOMCで量的緩和策の終了を発表しました。米国では景気回復が進んでいるため、FRBは2015年に政策金利の引き上げを始めるとみられ、中央銀行が依然として緩和方向にあるユーロ圏や日本とは極めて対照的です。

日銀は10月31日に市場の意表を突き、それまで60兆～70兆円だった国債買い入れ額を80兆円へ増額するなど、資産購入プログラムを拡大することを発表しました。ECBもカバードボンドおよび資産担保証券(ABS)を買い入れる方針を示しており、2015年にはさらに本格的な資産買い入れ策を打ち出すとみられています。そうなれば、**図表4**に示したように、金利差は引き続きドルに有利な水準にとどまると予想されます。

図表4: 米国と欧州/日本の5年物スワップ・スプレッド



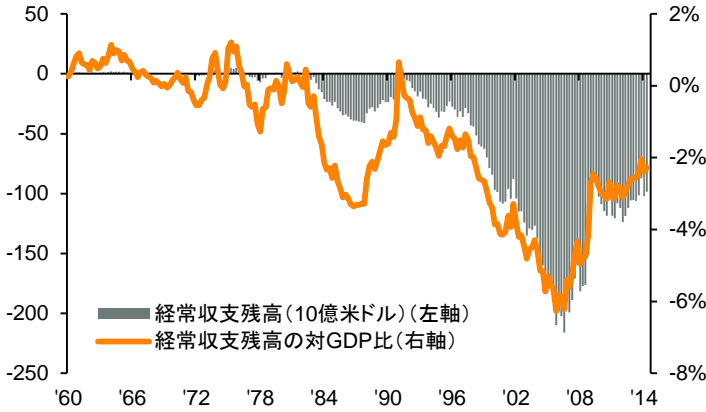
出所: ブルームバーグ、J.P. Morgan Asset Management
(データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

主要な中央銀行の政策が分岐している背景には、景気動向の影響もあります。米国の経済成長が底堅いため、米政策当局はユーロ圏や日本に比べてドル高を許容しやすいと考えられます。実際、秩序正しいドル高により、インフレ圧力は抑えられ、大胆な政策金利引き上げが必要になる状況は避けられると思われます。

第2の要因は、米国の経常収支が2000年代半ば以降、大幅に改善していることです。**図表5**に示したように、米国の経常赤字は2006年に対GDP比5.8%に達した後、2013年には同2.4%に低下しました。2013年の財・サービスの輸出は2006年の水準を56%上回りましたが、財・サービスの輸入はこの間24%の増加にとどまりました。

IMFは米国の経常赤字について、今後数年間で約2.5～3%に安定すると試算していますが、その動きは米国におけるエネルギー生産の動向に大きく依存するとみられます。米国エネルギー情報局によると、2013年、エネルギーの国内生産は国内消費の84%を賄いました。これは1990年代初頭以来の高い水準です。輸入エネルギーへの依存低下により、貿易収支はさらに改善すると考えられます。これに加えて、最近の原油価格の下落も支援材料です。

図表5: 米国の経常収支

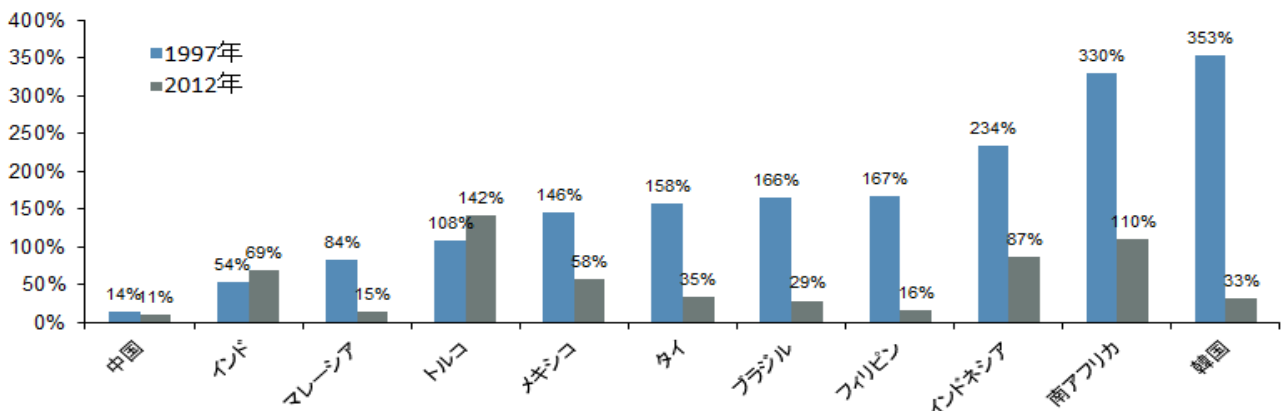


出所: BEA, FactSet, J.P. Morgan Asset Management
(データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

1990年代に新興国市場のパフォーマンスが低迷した決定的な要因は、新興国を襲った数々の金融危機です。外貨準備額が不十分な水準にもかかわらず、通貨ペッグ制を盲信したことで、調達コストの安いドルによる過剰な借入れがなされました。これが中南米やアジアで資産バブルを引き起こし、最終的に通貨の大幅な下落によりバブルが崩壊し、その結果、深刻な不況や景気後退に陥りました。

全体としてみると、新興国の対外支払能力は1990年代よりも改善し、ストレス耐性を付けています。多くの国で為替レートの柔軟性が拡大し、通貨高が経済の強靭さを示すとの誤解はなくなりました。IMFによると、1995年には30カ国以上の新興国のうち、81%が何らかの形でソフトペッグ制を採用しており、変動相場制を導入していたのはわずか9%でした。2001年になるとソフトペッグ制の割合は34%に低下し、変動相場制が50%となり、それ以降この比率はほとんど変わっていません。

図表6: 外貨準備に対する、短期対外債務および経常収支(合算値)の比率



出所: OECD, IIF, J.P. Morgan Asset Management (データは2014年11月18日現在。ただし、最新データは2012年) 例示のみを目的とするものです。

変動相場制への移行や為替レートの柔軟性拡大は、新興国市場の安全弁の役目を果たします。また経済は不均衡に適應できるようになり、米国に頼ることなく、国内の状況に合わせてより自律的に金融政策を策定できるようになります。

また、新興国は図表6に示すように、経常収支や対外債務に対して外貨準備高を潤沢に積み上げてきました。また、資金流出に備えた二国間・多国間のスワップ協定も締結されました。これらの措置はまだ実際には利用されていませんが、投資家の信頼感向上に役立っています。

新興国の差別化の鍵を握るのは各国の対外収支の状況です。米国の金利上昇に影響を受けやすいとして「フラジャイル・ファイブ」(インド、インドネシア、トルコ、ブラジル、南アフリカ)の通貨は2013年、量的緩和政策縮小への思惑から大幅に下落しました。このうち、トルコと南アフリカは巨額の経常赤字を抱え、一段の調整が今後必要と思われる。一方、インドネシアとインドも経常赤字の削減が必要ですが、少なくとも両国の中央銀行は、2013年の大幅調整時への利上げ対応で投資家の信認を取り戻しています。

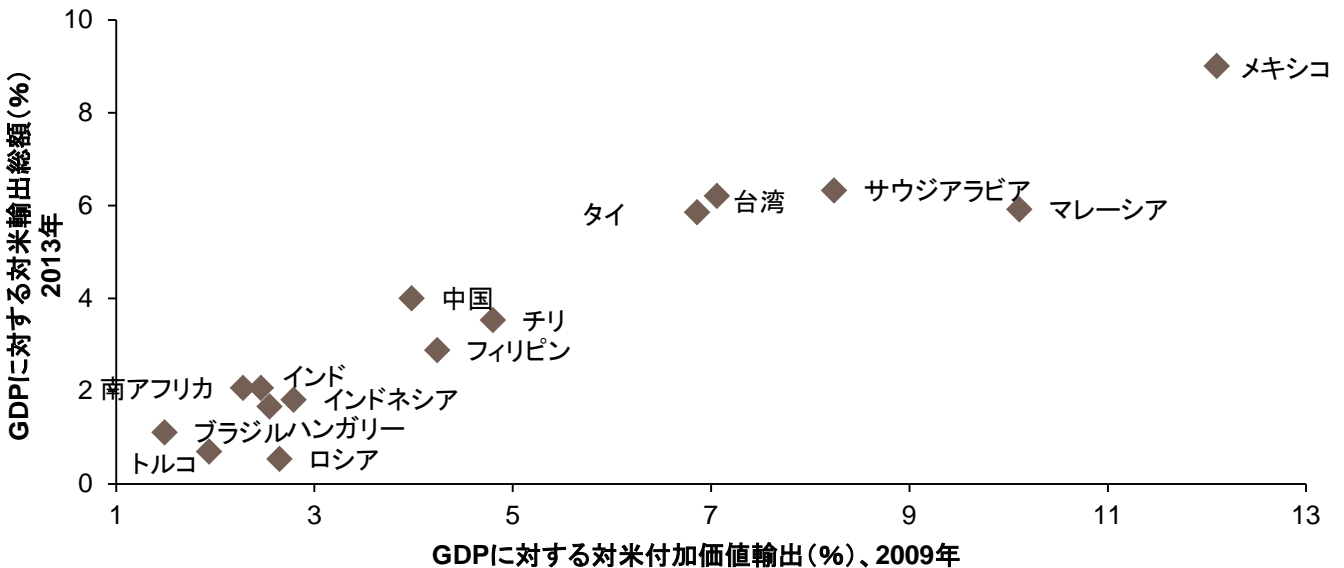
他にも、米国との貿易関係をみると、新興国を差別化することができます。メキシコ、マレーシア、台湾、タイなどは米国の景気回復の恩恵に浴すると期待できます。図表7に、米国向けの財の輸出がGDPに占める割合と、米国向け高付加価値輸出がGDPに占める割合の関係を示しました。また、経済改革の見通しなどの国内要因も重要です。その観点では、インドは、モディ政権が誕生し景気循環も上昇局面に入ることから、特に有望と考えられます。

投資のヒント

堅調な米国の景気回復、世界の金融政策の分岐、米国の経常収支の改善は、中期的にドルの支援材料になるとみられます。そうなれば、ドル資産は海外からの資本を引きつける可能性があります。そうした環境では、これまでの新興国とドルとの負の関係が想起され、投資家は新興国市場のパフォーマンスについて懸念する可能性があります。しかし、新興国市場の通貨の柔軟性は拡大し、ファンダメンタルズも改善しているため、1990年代のような通貨危機が発生するリスクは大幅に後退しています。

さらに、新興国では、企業利益の伸びが著しく好調というわけではないものの、株式バリュエーションは現在、過去20年間の平均を下回っています。新興国市場への投資に際しては、各国の対外収支状況ならびに米国の景気回復からの恩恵がどれだけあるかを考慮し、差別化することが重要です。特定の国の見通しに関しては、経済政策や改革など各国固有の要因も極めて重要な判断材料になると考えられます。

図表7: 輸出総額および付加価値輸出の対米国GDP比率



出所: OECD、FactSet、World Bank、IMF、Lombard Street Research、J.P. Morgan Asset Management (データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

今後1年の投資の選択

David P. Kelly

CFA チーフ・グローバル・ストラテジスト

「私は進むべき道を導いてくれるただ一つのランプを知っている。それは経験というランプだ。未来を判断するために知っている唯一のよりどころ、それは過去である」パトリック・ヘンリー（アメリカの独立に貢献した政治家）、1775年3月23日

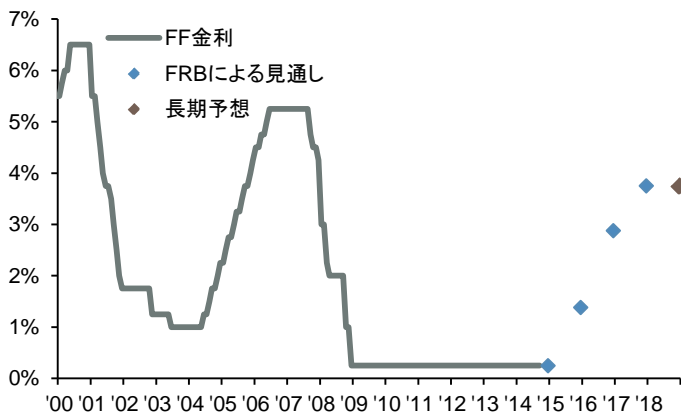
序論

パトリック・ヘンリーの言葉は、金融市場の予測にも当てはまると考えられます。市場関係者にとって目下問題となっているのは、米国の政策金利引き上げの動向です。理論的には、米国が正常な金融政策に徐々に戻っていくことで、長期金利も「正常な」水準に戻るはずですが、ただし、「経験というランプ」がない中で、長期金利が上昇するペースは不透明です。なぜなら、中央銀行がこのような形で市場に歪みをもたらした例はないため、歪みを排除する際の市場の反応は全く未知の領域なのです。

債券

以上の通り、予測の確度が例年より弱めにならざるを得ない状況の中、グローバルな資産配分を検討するのにふさわしい出発点があります。それは米国の政策金利見通しです。FOMCの委員が9月の会合で、2015年、2016年、2017年の年末時点での政策金利（FF金利）の予想を示しました（**図表8**）。それによると、政策金利の予想中央値は、2015年末が1.25~1.50%の範囲にあり、現行水準を1.25%ポイント上回っています。

図表8: 1999年から現在までのFF金利、および FOMC の 2014-2017年予想(中央値)



出所: FRB, FactSet, J.P. Morgan Asset Management (データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

さらに、投資家が留意すべき点として以下の2点を明確にしておきます。第1に、言うまでもなく、正真正銘の「グローバル投資家」はいません。大半の投資家は、個人であれ機関投資家であれ、自国通貨建てリターンに関心があります。本レポートでは、資産の選択はすべて為替見通しに基づき為替オーバーレイ（外貨建資産の為替部分を原資産から分離し、為替専門の運用担当者に運用を委託すること）によりヘッジを行うと想定しています。

第2に、多くの投資家は長期的見通しを立てているとはいえ、関心が最も高いのは今後1年間の見解であると考えており、我々の資産配分も1年間に焦点を当てています。

当然のことをあえて言えば、資産配分を検討するにあたっては、いかなる投資家も、自身の期待リターン、リスク許容度、投資期間、制度上の制約に沿ったポートフォリオから出発するべきです。当該ポートフォリオから逸脱するのは、ミスプライシングと判断される場合に限りです。ただし、大局的に見ると、何百万もの投資家が双方向から慎重に投資を行っている中でミスプライシングを発見することは、困難です。それでも、3つの理由からミスプライシングは存在すると考えます。(i) 世界経済と金融市場の動向に関する一般的な誤解、(ii) さまざまな資産クラスに対する投資家の選好の偏り、(iii) 金融市場に歪みをもたらす大規模公的機関の資産配分。これらのすべての要因は現在、世界の投資環境に存在し、資産配分に対する我々の見解のベースになっています。

実際、政策金利が2015年を通じて1.25%ポイント上昇するとの予想は、極めて妥当と思われる。失業率はFRBの予想よりも早いペースで低下しており、賃金の伸びが大幅に加速すれば2015年末までに5%までに改善する可能性もあります（この水準は、FRBが最適と考える長期均衡水準を下回ります）。こうしたシナリオからは、ゼロ金利政策からの脱却が示唆されます。現在の過度にハト派的なFRBは、いずれの会合でも政策金利の引き上げ幅を25bpにとどめると見られますが、一方で中立的な金融政策への円滑な移行には、早期に行動に踏み切り継続する必要があることを、FRBは間違いなく認識していると思われます。

米国の長期金利(10年国債利回り)は、FRBの政策金利引き上げに伴って上昇する可能性が高いと考えられます。2008年以来、政策金利と米長期金利の関係は、金融危機とその政策対応のために著しく歪められてきました。一方、2007年までの50年間、米国10年国債の利回りはFF金利を平均でほぼ0.9%上回っていました。正常な経済であれば、これはまったく理に適っており、投資家は何らかの見返りが無い限り、追加的な金利リスクを取ろうとはしないでしょう。

2015年を通じて、米国債のイールドカーブ全体(ただし残存2年以上)で、トータルリターンがマイナスになる可能性があります。従って、2015年は米国債をアンダーウエイトし、金利リスクを回避すべくデュレーションを短めにすべきです。2015年は物価連動国債(TIPS)についても、名目債の利回りがインフレ率の上昇ではなく実質利回りの上昇に起因する可能性が高いことから、リターンはマイナスになることもあり得ます。

米国経済の拡大が進み米国債の利回りが上昇すれば、社債が米国債をアウトパフォームする可能性があります。下表に示したように、信用力の高いハイ・イールド社債のスプレッドは平均水準に近く、しかも当該社債のクーポン水準は米国債より高いため、金利上昇による債券価格下落を幾分か相殺すると思われる。住宅ローン担保証券(MBS)も利回りが高く、米国債に対するスプレッドは相対的に正常な水準にあるため、金利上昇局面で国債をアウトパフォームする可能性があります。

ただし、上記の資産クラスは概ね、金利上昇で全ての米国債券が損失を被る状況が想定される中で、損失の最小化を意図した投資であることに留意が肝要です(特に金利感応度の高い債券で損失が大きくなることを前提とした場合)。

図表9: 債券セクター別のバリュエーション: 直近および平均

セクター	年初来 リターン	名目利回り		バリュエーション 実質利回り		対米国債スプレッド*		デュレーション (年)
		直近	平均	直近	平均	直近	平均	
米10年国債	8.6%	2.35%	4.41%	0.78%	2.29%	--	--	8.9
TIPS	4.6%	2.09%	4.02%	0.52%	2.03%	-0.12%	0.33%	6.3
米総合債券指数	5.0%	2.24%	4.81%	0.62%	2.69%	0.12%	0.60%	5.6
不動産担保証券	5.2%	2.72%	5.32%	1.14%	3.20%	0.69%	1.18%	4.7
新興国債(米ドル建て)	7.3%	4.86%	8.89%	3.28%	6.77%	2.58%	4.53%	6.0
投資適格社債	6.4%	3.03%	5.59%	1.36%	3.47%	0.66%	1.16%	7.2
ハイイールド債	4.6%	5.83%	9.53%	4.39%	7.42%	3.88%	5.46%	4.3
地方債	8.0%	2.11%	4.07%	0.45%	1.95%	-0.36%	-0.44%	6.6

出所: 米財務省、Barclays Capital、FactSet、J.P. Morgan Asset Management

データはすべて月末時点、TIPSを除き過去20年間の平均、TIPSは過去15年間の平均

*対米国債スプレッドは月末の数値を使用し、償還期限の違いを補正するための補間値を用いて算出(データは2014年11月18日現在)例示のみを目的とするものです。

株式

引き続き、債券よりも株式の方が有望と見ています。米国では、企業業績の伸びは変わらず堅調であり、第3四半期のS&P500指数構成銘柄の増益率は10%（前年同期比）を超えており、2015年も1桁台半ば程度の増益率が続く予想されます。リスクとしては、①海外事業の収益に対するドル高の影響、②賃金の伸びおよび支払利息の増大による利益率縮小が挙げられます。ただし、少なくとも今後1~2年は名目GDP成長率と生産性の伸び率の若干の加速が、これらのリスク要因を十二分に補うと見込まれます。加えて、図表10に示すように、極めて堅調な利益成長を背景に、絶対水準でみたバリュエーションは妥当な水準にとどまっており、インフレ率や金利の水準から見ても魅力的です。最後に、10月末時点で米国の個人および金融機関は、現預金に11兆ドル超を保有していますが、ゼロ金利の下では事実上収益を生みません。金融危機に由来する懸念が引き続き薄らぐことによって、こうした資金が株式や債券に流入する可能性が高く、株式市場の継続的上昇の牽引役になると考えられます。

米国市場は年初来で大型株が小型株を大きくアウトパフォーマンスする一方、過去20年間と比較するとグロース銘柄の方がバリュエーション銘柄よりも割安感があります。ただし、セクターや投資スタイルの判断にあたっては、成長が加速する、もしくは金利が上昇する環境において、各銘柄がどんな反応を示すかを考えることが、最も明確な材料となります。つまり、2015年はディフェンシブ銘柄ではなく、景気循環銘柄の年になると考えられます。

図表10: 直近および25年平均の米国株式バリュエーション指標

バリュエーション指標	直近値	過去25年平均*
予想株価収益率(PER)	15.7x	15.6x
シラーPER	26.4x	25.2x
配当利回り	1.9%	2.1%
実質益回り	3.7%	2.3%
株価純資産倍率	2.8x	2.9x
株価キャッシュフロー倍率	11.2x	11.3x
益回りマイナス投資適格社債利回り	1.7%	-0.7%

出所: Standard & Poor's, FactSet, Robert Shiller Data, FRB, J.P. Morgan Asset Management

*P/CFについては入手可能なキャッシュフロー・データの関係で、過去20年間の平均

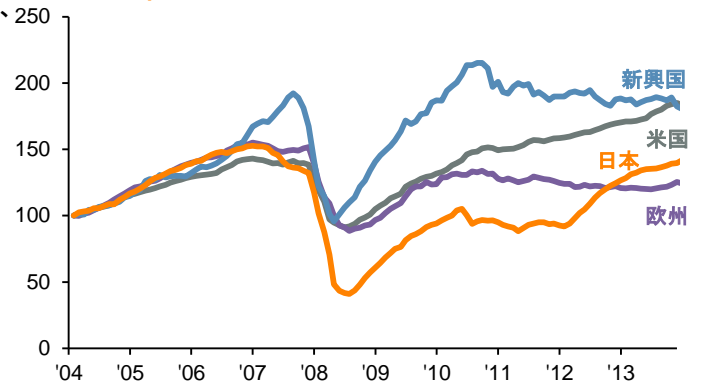
(データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

米国以外に目を向けると、景気は米国ほど良好ではなく、株式市場の上昇にも力強さはありません。欧州では、ソブリン債務危機に端を発した二番底の景気後退により、企業利益は2007年のピーク時の水準を回復していません。ただし、2015年はユーロ安、原油価格の低下、財政緊縮の緩和、抑制されていた需要が欧州経済を押し上げ、企業利益の増加に寄与するとみられます。一方、留意すべき点として、利益成長が改善するとの見通しから欧州のバリュエーションはすでにやや上昇しており、一段の上昇は限定される可能性があります。

図表11: 1株当たり利益

今後12カ月のコンセンサスEPS、現地通貨建て、2004年11月末=100、月次

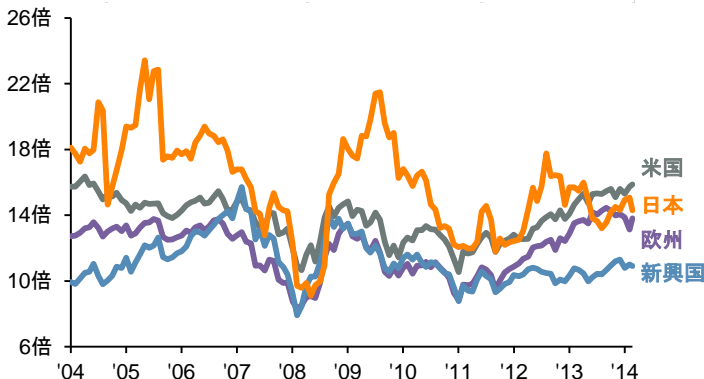
	07/08ピーク	直近	変化率
MSCI EM	217	182	-16%
S&P 500	150	185	23%
MSCI Europe	161	124	-23%
MSCI Japan	153	144	-6%



出所: MSCI, Standard & Poor's, FactSet, J.P. Morgan Management (データは2014年11月18日現在) 例示のみを目的とするものです。

図表12: 予想PER
今後12か月のコンセンサスEPSに対するPER

	平均	直近
MSCI EM	11.3倍	10.9倍
S&P 500	13.8倍	15.9倍
MSCI Europe	12.0倍	13.8倍
MSCI Japan	15.9倍	14.3倍



出所: MSCI, Standard & Poor's, FactSet, J.P. Morgan Management
(データは2014年11月18日現在)例示のみを目的とするものです。

日本株式のバリュエーションは過去対比、非常に割安となっており、日銀による徹底した金融緩和と年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の株式運用比率引き上げを下支えに、日本の株式市場は2015年にアウトパフォームする可能性があります。ただし、公的債務は長期的に観点から引き続き持続不可能な状況にあり、中期的にリスクが高まっています。

これとは対照的に、新興国市場の株式には目下、多くの懸念が重くのしかかっています。一例として、中国の経済成長率の緩やかな鈍化、コモディティ生産国の低迷、民間企業への過度な介入、米金利上昇に伴う新興国からの資本流出懸念などが挙げられます。ただし、経済成長のペースが早いこと、新興国の企業利益は長期的に成長余地が大きく、バリュエーションに割高感は見られません。新興国の中では中南米よりも、欧州の景気回復から恩恵を受ける欧州・中東・アフリカ(EMEA)と、米国の成長拡大が追い風となるアジアが魅力的です。

その他の投資手段の選択

債券と株式以外にも、世界の市場には2015年にかけて、多くの選択肢があります。

- 不動産が提供する継続的なリターンは、特に欧州と日本では引き続き魅力度が大きいと考えられます。日欧では極めて緩和的な金融政策によって、債券利回りは引き続き低下するとみられます。
- コモディティには当面下押し圧力が続くと思われます。ただし長期的に見れば、投資の分散化の恩恵やインフレに対するプロテクションを引き続き提供すると考えられます。エネルギーは地政学的な紛争に対する優れたヘッジ手段となり、食品や工業用金属は新興国の経済成長が加速する場合または米ドルが下落し始める場合、好調なパフォーマンスが期待できます。
- それ以外の代替戦略は、特に株式のバリュエーションが一段と割高になった状況で米国の短期金利が上昇した場合には魅力度が高まります。

最後に、2015年は大半の投資家にとって引き続き、現金をアンダーウエイトとすべき年になると考えられます。主要な中央銀行による超低金利政策は、世界中の預金者に対して、投資家になるか、あるいはゼロ近辺の金利に甘んじるかの選択を迫っています。FRBとイングランド銀行が2015年に金利正常化の長い道のりに踏み出したとしても、この状態は変わらないでしょう。過去5年間に適用された投資の基本ルールは、2015年の投資環境にも適用できます。すなわち、「現金がリターンを生まないのであれば、何かに投資すべき」というルールです。

GLOBAL MARKET INSIGHTS STRATEGY TEAM

Americas

Dr. David P. Kelly, CFA
New York

Andrew D. Goldberg
New York

Anastasia V. Amoroso, CFA
Houston

James C. Liu, CFA
Chicago

Julio C. Callegari
São Paulo

David M. Lebovitz
New York

Gabriela D. Santos
New York

Ainsley E. Woolridge
New York

Hannah J. Anderson
New York

Europe

Stephanie H. Flanders
London

Maria Paola Toschi
Milan

Vincent Juvyns
Luxembourg

Manuel Arroyo Ozores, CFA
Madrid

Tilman Galler, CFA
Frankfurt

David Stubbs, Ph.D
London

Lucia Gutierrez
Madrid

Kerry Craig, CFA
London

Alexander W. Dryden
London

Nandini Ramakrishnan
London

Asia

Tai Hui
Hong Kong

Geoff Lewis
Hong Kong

Yoshinori Shigemi
Tokyo

Grace Tam, CFA
Hong Kong

Ian Hui
Hong Kong

Ben Luk
Hong Kong

Akira Kunikyo
Tokyo

本資料は、「WorldView 4Q 2014」の原文（英語版）をJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が抄訳・追補したものです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見直しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見直しはJ.P.モルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。MSCIの各インデックスは、MSCI Inc.が発表しています。同インデックスに関する情報の確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。著作権はMSCI Inc.に帰属しています。

「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

- 香港：証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ（アジア）リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット（アジア）リミテッド
- インド：証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド
- シンガポール：金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント（シンガポール）リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット（シンガポール）プライベート・リミテッド
- 台湾：金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント（台湾）リミテッド、JPモルガン・ファンズ（台湾）リミテッド
- 日本：金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第330号 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会）
- 韓国：金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント（韓国）カンパニー・リミテッド（韓国預金保険公社による保護はありません）
- オーストラリア：証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント（オーストラリア）リミテッド（ABN55143832080）（AFSL376919）（Corporation Act 2001（Cth）第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます）

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断の際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。