

Market Bulletin

2016年12月12日

『トランプ・ラリー』を受けた資産運用戦略： 「確実にインカムを取る」コア戦略に変更なし

要旨

- 米国大統領選挙でのドナルド・トランプ氏の勝利を受け、特に、米国の株式市場では急激な上昇相場、いわゆる『トランプ・ラリー』が見られている。
- ただ、トランプ氏が公約として掲げた経済政策のうち、まだ何ひとつ決定も実施もされておらず、実際にどのような経済政策が実行されるかは誰にもわからない。同時に、レーガン政権や第2次安倍政権の誕生時とは、景気や株式相場のサイクルが異なる点にも十分な注意が必要である。日本の個人投資家は、冷静に捉えるのがよいだろう。
- 米国の景気サイクルや潜在成長率の世界的な低下、「ウサギとカメ」の状態にあるリスク資産価格と実体経済の関係性を考えると、日本の個人投資家は引き続き、「確実にインカムを取る」資産運用を主眼に据えるべきであろう。また、そのためには、分散と為替ヘッジが重要と考えられる。

Yoshinori Shigemi
Global Market Strategist
Market Insights

Guide to the Markets Japan
のダウンロードはこちらから
www.jpmorganasset.co.jp/guide

トランプ勝利と『トランプ・ラリー』をどう考えるか

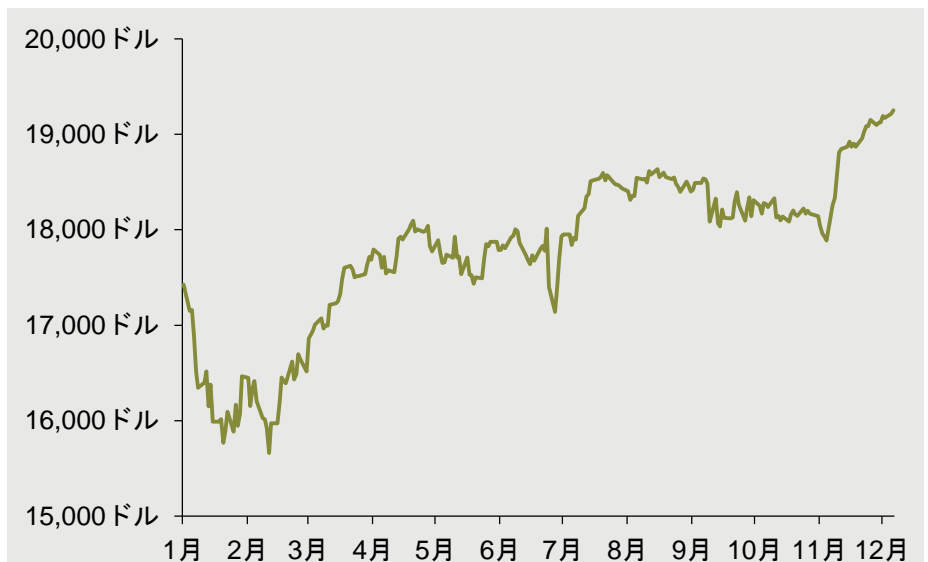
ドナルド・トランプ氏の米国大統領選挙での勝利は、その後の金融市場の変動の大きさを考えると、まさにショックと呼ぶにふさわしい出来事だったでしょう。

この『トランプ・ショック』の1つのポイントは、金融市場の反応が必ずしも「トランプ政策のいいところどり」ではないという点です。なぜなら、同氏の政策が好感されて価格が上がっている資産もあれば、懸念されて下がっている資産も存在します。価格が上がっている資産の代表格は米国の株式市場でしょう。反対に、価格が下がっている資産の代表格としては、米国国債（金利は上昇）や新興国市場が挙げられます。

このような対照的な金融市場の反応のうち、明るい側面である米国株式の大幅な上昇は、『トランプ・ラリー』と呼ばれます。金融市場は期待で動きまわすし、過剰反応や「根拠なき熱狂」は相場につきものです。

米国の株式市場は、これまで2年近く横ばい推移が続いてきました。特に、米国国内の投資家は、なかなか上がらない株式市場と、水準も期間も前例のない低金利に、「抑圧された心理状態」に置かれていたかもしれません。そうした投資家にとって、トランプ氏の勝利は「起死回生の一打」とも言えるものだったでしょう。例えるならば、『超円高の後の、(第2次)安倍政権の誕生』です。あるいは、経済政策の類似性が指摘される「レーガン政権」再来との期待も、米国の株式市場を後押ししているかもしれません。

参考図表1: ダウ平均株価の推移(期間: 2016年1月から2016年12月6日まで)



出所: S&P Dow Jones Indices、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

『トランプ・ラリー』も基本観に全く変わりがない理由

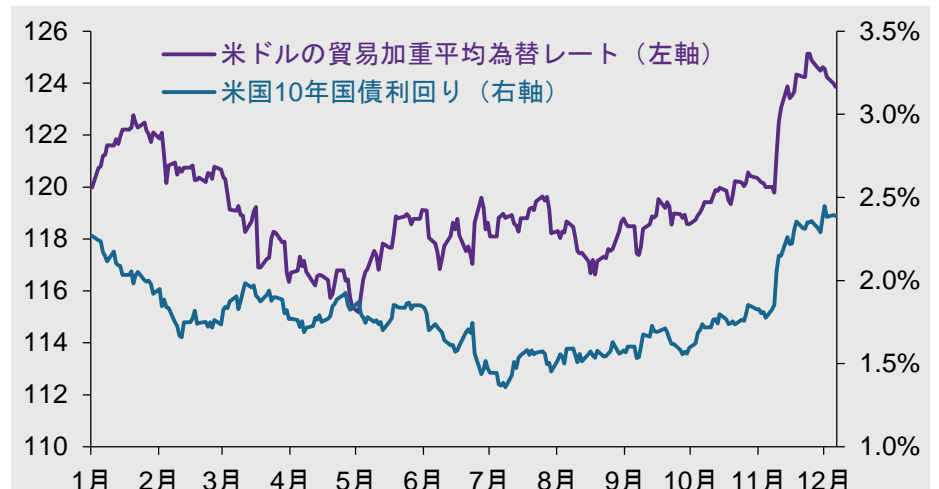
ただ、冷静に考えれば、トランプ氏が公約として掲げた経済政策のうち、まだ何ひとつ決定も実施もされておらず、実際にどのような経済政策が実行されるかは誰にもわかりません。また同時に、レーガン政権や第2次安倍政権の誕生時とは、景気や株式相場のサイクルが異なる点にも十分な注意が必要です。経済政策が公約どおりに実行されるとしても、米国の実質的な国内所得が拡大し、米国が「豊かになる」可能性は必ずしも高くないと見られます。日本の個人投資家は、冷静に捉えるのがよいでしょう。

以上から推量されるかもしれませんが、『トランプ・ラリー』を受けても、筆者の、グローバル経済や金融市場に対する基本的な見通しに変化はありません。多くのリスク資産価格は「大きく見れば横ばい」が続くと考えています。したがって、筆者が日本の個人投資家にとって望ましいと考える、資産運用の「中核部分(コア;目安で言えば、資金配分のうち、半分程度か、それ以上を占める部分)」にも全く変化はありません。投資家は引き続き、「インカムを確実に取る」のが望ましいと考えます(→なぜなら、「資産価格が横ばい」ということは、キャピタルゲインを得にくいことを意味するためです)。

基本的な見通しを変更しない理由は、①【米国経済がほぼ完全雇用の状態に達しているため】です。これが、1982年には(リーマン・ショック以上の)深刻な景気後退に見舞われていたレーガン政権下の米国経済や、2011-12年には1ドル=80円前後の超円高に見舞われていた第2次安倍政権スタート時の日本経済との決定的な違いです。

米国経済の完全雇用状態を示唆するように、「熱狂」に沸く米国株式市場の裏側で、米国の長期金利やドルは(経済の理論どおり着実に)上昇を見せています。金利の上昇やドル高は、米国の経済や企業業績にとっての足かせであり、現在の株式市場の熱狂や、今後の景気の過熱を抑制する方向に働くと思われます(→詳細は、P6の付録を参照してください)。

参考図表2: 米国の長期金利とドル(期間: 2016年1月から2016年12月6日まで)



出所: J.P.Morgan、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント
注: 貿易加重平均為替レートは2010年=100

引き続き、「確実にインカムを取る」ことに主眼を

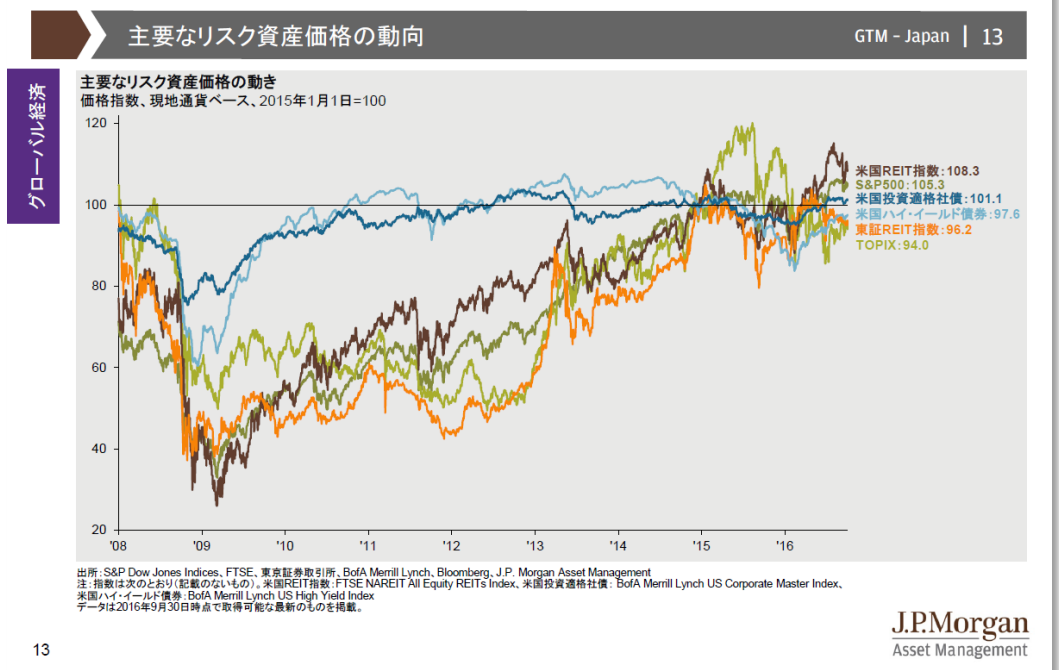
また、②【世界経済全体を考えても、その長期テーマである、潜在成長率（経済の実力）の低下トレンドに変化はありません】。先進国全体や中国などの潜在成長率は、労働力人口の伸び鈍化や高齢化、資本蓄積の進展によって、長い低下トレンドにあると考えられます。これらの要素は、世界的に見て、消費や投資（＝需要）を抑制し、貯蓄を増やす、すなわち低成長や低金利を促す方向に作用します。これは、世界経済の構造的な要因であり、そう簡単に方向性が変わるような事象ではありません。

さらには、③【世界金融危機以降に実施された日米欧の巨大金融緩和が、低成長が続く実体経済に比べ、株価を大幅に押し上げた状況にも変わりありません】。株価と実体経済はいわば、「ウサギとカメ」のような状態にあり、ウサギ（株価）は先をひた走り、現在は、ゆっくりとしか追い付いてこないカメ（実体経済）を待っている状況です。ですから、多くのリスク資産価格は「大きく上がる」というより「大きく見れば横ばい推移が続く」と考えられます。

これらを考え合わせると、実体経済が持続的に高い成長を見せたり、リスク資産価格が持続的な上昇相場に入った可能性は（排除しないものの）さほど大きいとは考えにくく、リスク資産価格は引き続き、横ばい推移と考えるほうが自然と思われます。日本の個人投資家は引き続き、「確実にインカムを取る」ような資産運用を主眼に据えるのがよいでしょう。

ただし、金融市場は期待で動き、過剰反応は相場につきものであるため、『トランプ・ラリー』がまだ続く可能性も排除しません。これに備える上では、「サテライト」として、ポートフォリオの一部で検討するのがよいでしょう。

参考図表3: Guide to the Markets16年10-12月期版13ページ



「確実にインカムを取る」ために分散と為替ヘッジを

「確実にインカムを取る」ために必要なのは、①分散と、②為替ヘッジです。

まずは、クーポンや配当を払い出す債券やREIT、株式を含め、幅広いインカム資産で分散投資をすることが肝心です。仮に、トランプ氏の経済政策が、景気の過熱やインフレ予想の上昇、財政赤字の拡大を通じ、金利の更なる上昇につながるならば、債券やREITなどの金利に敏感なインカム資産は下落圧力にさらされる可能性があります。もちろん、引き続き低成長・低利回りの金融環境が続く場合に備え、債券やREITにも一定程度の投資を維持することがよいでしょう。

一方、株式については、コア部分(ポートフォリオの資金配分のうち、半分程度か、それ以上を占める部分)での「確実にインカムを取る」という観点では、既に、株価は大幅な上昇になっていることもあり、キャピタルゲインに過度に期待せず、あくまで、配当および自社株買いによる恩恵を得ることを中心に考えておくことがよいでしょう(→「上がればラッキー」くらいの意識が適切でしょう)。(金利上昇に相対的に弱い)債券やREITのみならず、(金利上昇に相対的に強い)株式でもインカムを狙うことがよいでしょう。

また、『コア』と呼ばれる、ポートフォリオのうち資金配分の大きい部分において、「確実にインカムを取る」ためには、為替ヘッジも必須と考えられます。インカム系資産が生み出す期待リターンに比べ、為替の変動リスクはかなり大きいと言えます。例えば、最も高い利回りを持つ資産の1つである、米国のハイ・イールド債券の利回りは、直近で年率6.8%程度です。一方、ドル円相場の変動性は年率10%程度です。6.8%の債券利回りは、米ドルベースで期待されるものであり、10%程度の為替リスクは残されたままです。10%程度の為替リスクを抱えた状態は、「確実にインカムを取る」状況からは程遠いと言えるでしょう。為替相場の見通しに関わらず、ヘッジコストの多寡に関わらず、「確実にインカムを得る」ためには、為替ヘッジは欠くことのできない運用スタンスと考えられます。

【付録】『トランプ・ラリー』の裏で理論どおり動く金利とドル

(本ページは、経済理論のおさらいのため、読み飛ばしても構いません。)

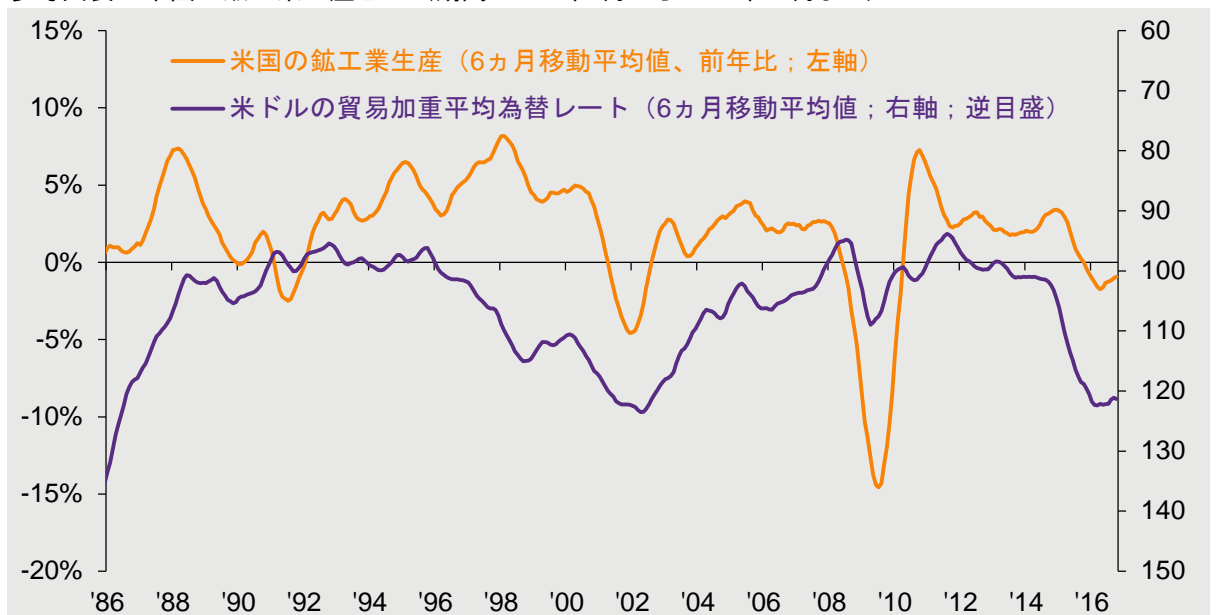
経済の理論に従えば、経済が完全雇用のときに、減税やインフラ支出によって個人消費や政府投資を増やそうとすると、家計の貯蓄が減り、政府の投資が増えることで、(実質)金利が上昇します。金利の上昇は、家計に貯蓄を促すことで、減税による個人消費の増加(=所得効果)を抑制すると共に、(金利の上昇に敏感な)民間の設備投資や住宅投資を締め出します。一般に、後者は「クラウディングアウト」と呼ばれます。

また、一国の経済が完全雇用の状態を超えて生産を拡大しようとする、需要が供給・生産能力を超えることで、インフレ率が上昇したり、輸出(=国内生産のうち、海外に回す分)が減って、輸入(=海外から調達する分)が増えたりします。そして、クラウディングアウトやインフレ率の上昇期待によって生じる(名目)金利の上昇は、自国通貨高につながり、米国の輸出を不利にし、輸入を有利にする方向に作用します。

結局、完全雇用下での減税や政府投資は、金利や自国通貨の上昇に遮られ、国内の(実質)所得を大幅に増やすことはないというのが、経済の理論が指し示すところです。足元の金利やドルの上昇は、まさに、理論を地で行く展開です。米国経済に対する過度な期待は禁物でしょう。

加えて、米国には財政の余力がないことも頭に入れておくべきでしょう。米議会予算局(CBO)によれば、米国の連邦債務(GDP比)は、2016年が76.6%と推計され、この水準は第2次大戦直後の1950年以来の高水準です。大きな財政出動は困難と見られます。

参考図表4: 米国の鉱工業生産とドル(期間: 1986年1月から2016年10月まで)



出所: 米連邦準備制度理事会(FRB)、国際決済銀行(BIS)、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント
注: 貿易加重平均為替レートは2010年=100

S&P Dow Jones Indices LLCの各インデックスは、S&P Dow Jones Indices LLCが発表し、著作権はS&P Dow Jones Indices LLCに帰属します。

Market Insightsプログラムは、グローバルな金融市場の幅広いデータや解説を、特定の金融商品に言及することなく提供するものです。お客さまの市場に対する理解と投資判断をサポートします。本プログラムは現在の市場データから投資のヒントや環境の変化を読み解きます。

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(以下、「弊社」という。)が作成したものです。本資料は投資に係る参考情報を提供することを目的とし、特定の有価証券の勧誘を目的として作成したものではありません。また、弊社が特定の有価証券の販売会社として直接説明するために作成したものではありません。弊社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、弊社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客様が投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。本資料に記載された意見・見通しは表記時点での弊社の判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や、当該意見・見通しの実現を保証するものではありません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。

【ご留意事項】お客様の投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください。

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

◆ご注意いただきたい事項について

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、購入、換金の申込の受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の換金(解約)金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

◆ファンドの諸費用について

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

投資信託の購入時: 購入時手数料(上限3.78%(税抜3.5%))、信託財産留保額

投資信託の換金時: 換金(解約)手数料、信託財産留保額(上限0.5%)

投資信託の保有時: 運用管理費用(信託報酬)(上限年率2.052%(税抜1.9%))

*費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。その他、有価証券の取引等にかかる費用、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税等の実費(または一部みなし額)および監査費用のみなし額がかかります(投資先ファンドを含みます)。また、一定の条件のもと目論見書の印刷に要する費用の実費相当額またはみなし額がかかります。

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。Market Insightsプログラムは、以下のグループ会社により発行されたものです。

- ブラジル: バンコ・J.P.モルガンS.A. (ブラジル)
- 英国: JPモルガン・アセット・マネジメント(UK) リミテッド
- 英国以外のEU諸国: JPモルガン・アセット・マネジメント(ヨーロッパ) S.à r.l.
- スイス: J.P.モルガン(スイス) SA
- 香港: 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: JPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド
- シンガポール: 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: 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: 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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)
- 韓国: 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
- オーストラリア: 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(ABN 55143832080) (AFSL 376919) (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)
- カナダ(機関投資家限定): J.P.モルガン・アセット・マネジメント(カナダ) インク
- 米国: JPモルガン・ディストリビューション・サービス・インク(FINRA/SIPC会員)、J.P.モルガン・インベストメント・マネージメント・インク

Market Insightsプログラムは、アジア太平洋地域において、香港、台湾、日本およびシンガポールで配布されます。

アジア太平洋地域の他の国では、受取人の使用に限りです。

Copyright 2016 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

Material ID: 0903c02a81bcbdcce