

2016年市場見通し グローバル・アセット・アロケーション

景気循環的には厳しい収益見通しと投資家への示唆

イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド

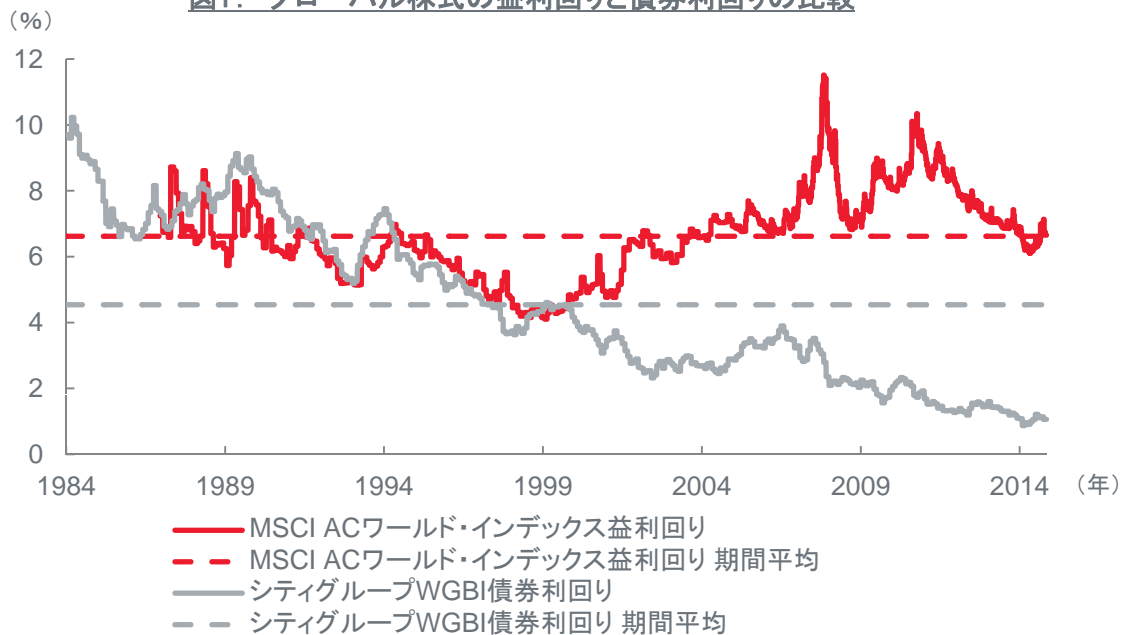
2015年は投資家にとって相対的に厳しい環境となりました。本稿執筆時点において、グローバル株式市場の大半が前年比で下落しており、多くの新興国市場は米ドルベースで10%以上の下落となっています。軟調なパフォーマンスの背景には、中国とその他の新興国の経済成長に対する減速懸念があり、これが8月から10月にかけてのリスク資産のパニック売りと、1年を通じてのコモディティおよびコモディティ関連資産の急落を引き起こしました。残念ながら、このような投資環境にも関わらず、投資家が分散投資により得られた効果は限定的でした。と言うのも、新興国国債や多くの社債市場のリターンも同じく惨憺たる結果となったためです。

この先を見据えると、投資家にとって重要な問題は、世界経済の成長減速によって企業収益が実際に悪化するのか、もしくは、資産の下落はバリュエーションを低下させて投資家がポートフォリオにおけるリスク資産の配分を増やす好機を提供するのか、ということです。そこで、以下の4つの重要なポイントについて考えたいと思います。

グローバル株式は割安ではないものの、債券よりも高い投資価値をもたらす

第1に、2012年の下落局面とは異なり、現在のグローバル株式全体としては、バリュエーション指標を絶対水準で判断すると割安な水準にありません。MSCI ACワールド・インデックスの益利回り(株価収益率(PER)の逆数であり、期待実質リターンの代替となる指標)は、2012年には一時11%を超えていましたが、現在は6.8%となっているからです。(図1参照、2015年10月19日現在)。(公平性を保つために付け加えると、アジアと新興国株式の益利回りはそれぞれ9%および9.8%となっており、グローバル株式全体と比べると魅力的な水準にあります。)株式全体としては絶対値ベースで割安な水準にあるとは言えないものの、グローバル国債バスケットの利回り(1.1%)と比べると、グローバル株式の益利回りは非常に魅力的と言えます。

図1: グローバル株式の益利回りと債券利回りの比較



出所: トムソン・ロイターのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
期間: 1984年12月31日～2015年11月4日。MSCI ACワールド・インデックスの益利回りは1987年12月17日から。

英国ブルーデンシャル社はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社とは関係がありません。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

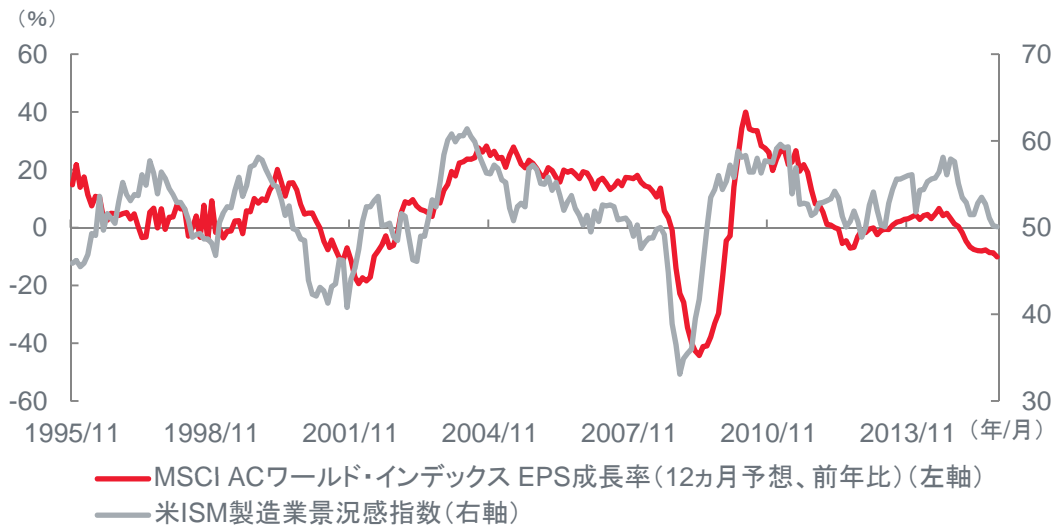
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第379号/加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

151208(02)

企業収益のサイクルに注目

第2に、株式のバリュエーションは常に企業業績に対する期待に左右されます。MSCI ACワールド・インデックスの足元の利益予想は1年前と比べて低下しており、かつ、前回の景気後退期以来の低水準にあります(図2参照)。我々の懸念は、世界的な株式市場の調整は企業収益が実際に悪化することを反映しているのだろうかという点です。世界全体での利益見通しの弱さは、製造業と貿易関連における循環的な落ち込みを反映した結果と考えられる一方で、一部の市場では利益を圧迫する構造的な要因が存在する可能性を示しています。企業利益の悪化が続くようであれば、世界の株式市場がこの先も低迷する可能性が高いでしょう。

図2: MSCI ACワールド・インデックス 予想EPS 成長率と米ISM製造業景況感指数



出所:トムソン・ロイターのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。 期間:1995年11月~2015年10月。

新興国株式市場の不振は長引く可能性

第3に、新興国株式市場が先進国株式市場に対して劣後してきたこれまでの傾向は新しいものではなく、2011年から続いてきたものです。また、この傾向は、中国経済の成長トレンドの長期にわたる減速や、同国経済の成長エンジンが製造業とインフラ投資からサービス業へとシフトしつつあることを反映していると考えられます。その結果、過去5年にわたり生産が増加し、供給過剰に陥ったコモディティ、原材料、資本財では、需要の落ち込みが見られました。現在も続く世界の製造業、貿易、アジア諸国による輸出の低迷、およびコモディティ価格、生産者物価の下落は、このような減速トレンドの証拠といえます。このことは市場で十分に認識されているものの、このような状況が恒常化するのか、もしくは、悪材料が出尽くしておらず、資産価格に織り込まれていないのではないかと我々は懸念しています。

図3: MSCIエマージング・インデックスとMSCI ACワールド・インデックスの比較



出所:トムソン・ロイターのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。1988年1月~2015年10月。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社がご参考資料として抄訳・編集したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。また、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。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来を保証するものではありません。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379号/加入協会 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

米国と欧州は強固な成長トレンドを示す

第4に、良いニュースとして、米国の内需と欧州経済が堅調な成長を維持していることが挙げられます。米国の失業率は完全雇用に近い水準(5.0%、2015年10月分)にあり、住宅部門が経済成長に貢献しています。欧州では、銀行融資が10年ぶりに拡大しています。同時に、インフレ率(ヘッドラインおよびコア)が低水準に留まっていることから、政策金利は極めて緩和的な水準に維持されると見込まれます。

ハイイールド債と新興国債券市場はより厳しい局面を迎える可能性

債券市場では、エネルギーセクターの下落を背景とした米国ハイイールド社債市場全体のスプレッドの拡大が見られました。エネルギーセクターは米国ハイイールド社債市場の約17%を占めているためです。実際にエネルギー企業の収益が悪化して同セクターのファンダメンタルズに影響を及ぼし、来年にはデフォルト率が上昇する可能性も否定できませんが、ハイイールド社債のスプレッド水準はすでに今後のクレジットリスクの悪化懸念を反映して平均値を上回る水準にあります。

同様に、コモディティ市況の落ち込みとドル高が加速し、コモディティと関連のある新興国通貨の下落をもたらしました。これらの通貨の多くは、為替相場は名目ベースでは2002年の底値圏で推移しています。また、対外公的債務や国際収支の不均衡は過去の水準より低く、改善していますが、民間セクターの債務は前回の国際金融危機後に増加しており、米ドル高や軟調なコモディティ市況が来年も続くようであれば、新興国債券市場は厳しい局面を迎える可能性があります。

厳しい環境下における中立的な見通し

結論として、我々は債券よりも株式を控えめながらもオーバーウェイトして2016年を迎えます。足元のグローバル株式の益利回り(6.8%)は、過去の実績と比較すると、十分に割安であるとは必ずしも言えない水準です。ただ、他資産との相対的な魅力度でみると、株式の益利回りと国債利回りの格差は、中期的には株式が国債をアウトパフォームすることを示唆しています。したがって、マルチアセットファンドについては、債券から株式への適度なシフトを検討しています。

アジアや新興国株式については、バリュエーションの魅力が高まっている一方で、企業業績が実際に悪化することを部分的に反映しているものの、完全には株価に織り込まれていないと捉えています。また、ハイイールド債のスプレッドの水準は、将来のクレジット・リスク悪化懸念をすでに反映していると我々は見ており、ハイイールド債を選好しています。過去1年間における米ドルの堅調な推移と、多くの新興国通貨の過小評価を考慮すると、2016年は新興国通貨に対して中立的な見通しを維持しています。また、新興国債券については、引き続き選別的な姿勢を維持しています。

シティグループ世界国債インデックス(WBGI)は、Citigroup Index LLCにより開発、算出および公表されている債券インデックスです。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社がご参考資料として抄訳・編集したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。また、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。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来を保証するものではありません。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第379号/加入協会 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