

## 2015年の投資戦略

2015年1月5日 アナリスト 堀 篤

### 1. 二つのタブーへの挑戦

2013年からの10年は「タブーへの挑戦の10年」。

日本が今、足下で挑戦する大きなタブーは、次のふたつだ。

「日銀による異次元緩和とインフレターゲット」

「集団的自衛権」

この二つが、良くも悪しくも、ここ10年間の日本の政治経済を大きく動かしていく。そしてその背景には、ここ数年で起こりつつある、大きな変化が存在する。

一つは、「経済の仕組み」の進化であり、もう一つは、「米中2大国体制への移行」だ。

そもそも、政府日銀は、これまでもデフレ脱却の為、様々な経済政策を試みてきた。しかし、インターネットの普及や雇用形態の多様化以降、経済の仕組みは変わってしまった。

「いかなる経済対策が景気に有効なのか」という命題に対して、答えが見つからなくなったのだ。

その結果、万遍なく、最もアナウンスメント効果もある「金融緩和」を、異常な水準にまで進めることにその答えを求めたのが、「異次元緩和」だ。

以前の経済モデルなら、景気を刺激しようと思えば、道路や橋などを作る公共事業に資金を落とせば、GDPは投資金額以上に伸びた。

それは、建築・土木に関わる労働人口が多く、ゼネコンの下には非常に多くの中小企業がぶら下がっていたからだ。

しかし、現代の社会では、そのような「乗数効果」は望めない。事業システムが変わったからだ。もちろんそれは日本だけではなく、どの国にも言える

つまり、どのような財政出動が、景気浮揚策として有効なのか、どの資本主義国家も、その答えを持っていない時代が来ている。

### 2. 異次元緩和による円安・株高

本来、異次元緩和が企業活動を活性化させ、雇用を刺激し、消費増税で足を引っ張られる

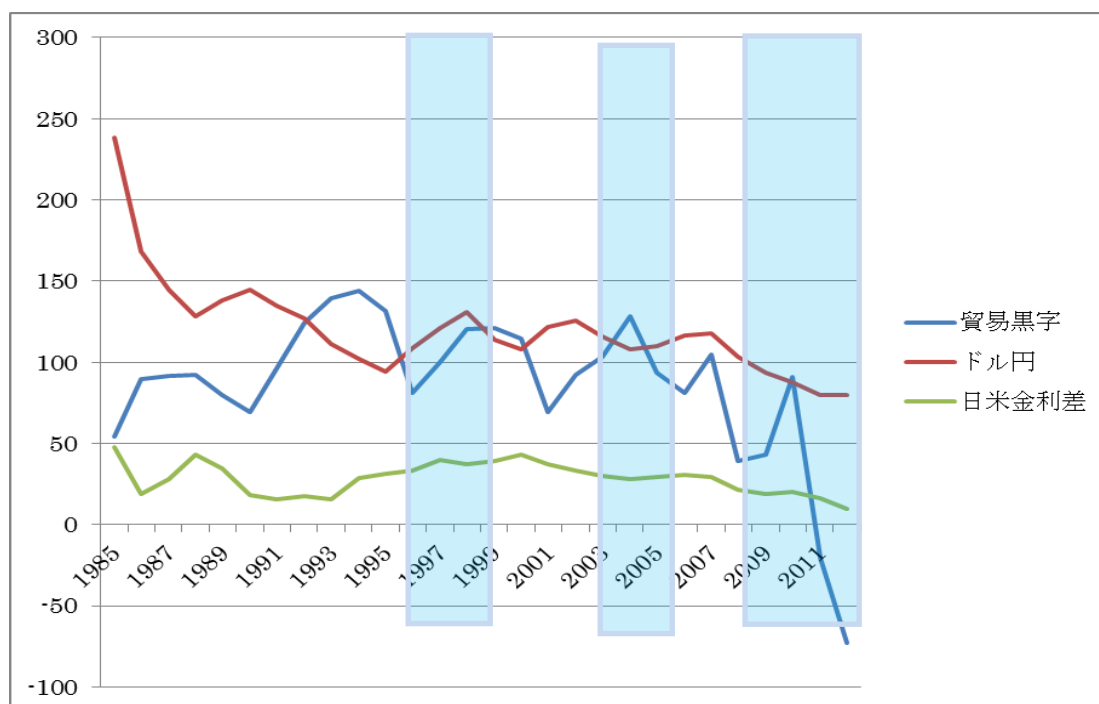
本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

個人消費を助ける、というのが、日銀の政策のねらい目だった。

しかし、現実とは異なった。

金融緩和をしても、金融機関には、もう独自に融資残高を増やして企業活動を助ける、という役割は無理なのだ。彼らは保守的な優良企業に、なんとか頼んで無駄な融資を取り付ける、という活動しかできなくなっている。

しかし、それも当局にとっては想定範囲内であっただろう。異次元緩和にはもう一つの景気刺激ルートがあり、そちらこそが本命だったかもしれない。それが「円安」だ。異次元緩和は、「円安」という間接的な現象を通して企業業績を上げ、同時に株式市場を刺激する。そこまでの段階においては、ほぼ期待通りの成果が出た。為替は120円を超え、日経平均株価は18000円近辺に到達した。



ドル円レート（左軸）と日本の貿易黒字額・日米の長期金利差を指数化して比較

上記のグラフを見ると、ここ数年間、ドル円レートは日米の金利差によって動く場面が多い。従って、金融緩和がドル円レートに与える影響は、ある程度、确实だと言えるだろう。

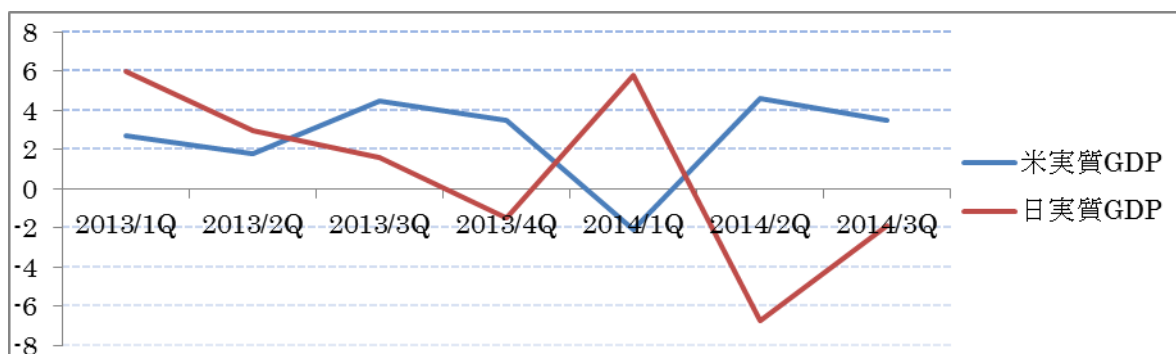
しかしその二つのルート、「円安」と「株価上昇」も、期待したほどには、景気浮揚に寄与はしなかった。

もちろん全くそのモデルでの効果がないわけではない。一定の成果はあったことは間違い

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

ない。雇用などの指標に改善が見られるのは、そういった効果の一つだ。

しかし、消費増税によって殺がれた2014年の2Q3QのGDP成長率を、プラスに持っていくほどの効果はなかった、というわけだ。



日米の実質 GDP 伸び率

理由は案外簡単なところにある。

企業が円安で儲かったところで、それが劇的な設備投資や雇用促進につながらない、というのは、企業自体に自信がないからだ。例えば自動車業界で言えば、確かに、円安による大幅な増益を確保したが、販売台数そのものは減少している、という事実の中では、とても積極的な展開をする気にはなれないだろう。

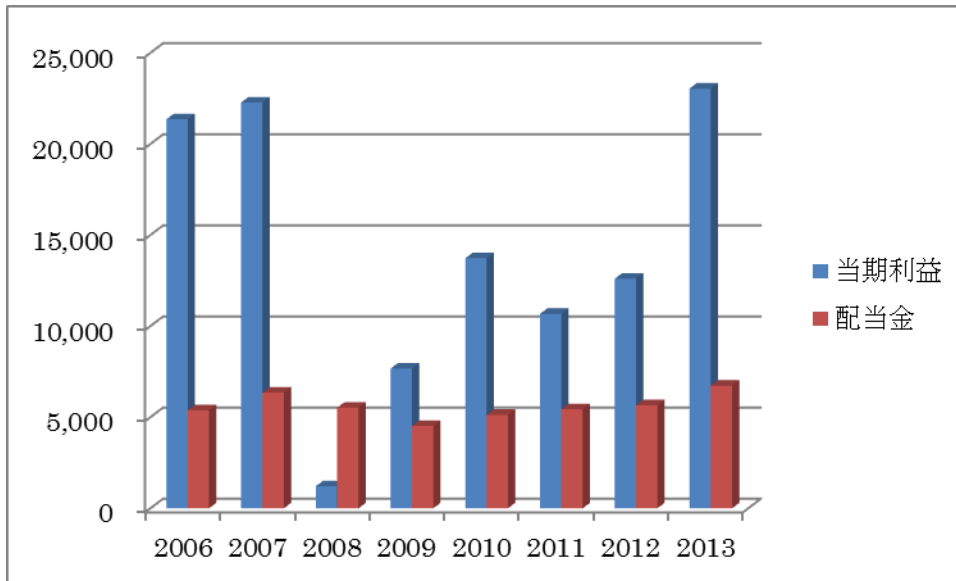
業績のほとんどが為替差益、となると、評価を上げ、ボーナスを受け取るのも、ほんの少数の為替ヘッジチームだけだ。

また建設業界も、仕事は溢れるくらいにあるが資材価格の高騰で、やれば赤字、という仕事を、これ以上取るわけにはいかない。

さらに言えば、最近の機関投資家、あるいは海外投資家は、上場企業に対して利益の分配を大きく求めてくる。内部留保を優先して、いつか来るビジネスチャンスに備える、という不透明な中期戦術は、通用しない。また、取引所も、新たな試みとして機関投資家との対話を推進させる「日本版スチュアードシップコード」を進める。

こうなると、企業側の安易な利益配分（文句を言われるくらいなら設備投資や人件費に回さず、投資家に還元しよう、とする動き）を呼び、これがまた海外に流れれば、それだけ景気浮揚の機会損失となる。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



2013年度 東証1部連結決算企業の数値 (2014年12月現在集計)

このように、景気刺激策としての異次元緩和は、効果が限定的だった。

そして、成果が出たはずの円安も、専門家たちはもっと大きな円安を想定していたフシがある。ではなぜそうならなかったのか。

### 3. 円安を阻んだもの

異次元緩和は、円安を引き起こし、株式市場を活性化させた。しかし、実はそこにも思い通りにいかなかったことがある。

その一つは、「リスク回避通貨としての円の立場確立」だ。2014年、世界的に起きた政治経済の問題、例えば、中国の成長鈍化や信用不安、そしてロシアの紛争など、そのたびに、為替は円高に振れ、株式市場は混乱に陥った。

一昔前なら、「有事のドル買い」と言われ、紛争が起きた場合はドルが上昇したものだ。しかし、米国同時多発テロを契機に、その方程式は崩れた。「米国も痛手を被るのだ」ということを、投資家たちも痛感したのだ。

米国がそのような力を失った今、世界中のどこかで有事が起きたとき、買われるのは円とスイスフラン、というのが、今年確立された一つのパターンである。

こうなると、円安を一方向的に予想することは非常に難しくなる。ある一定の事態を円高要

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

因に予測するならともかく、世界で起きる、数えきれないリスク（中国の景気後退から地政学的リスク、欧州債務問題、米国の債務上限問題などなど）を円高要因と捉えるなら、それはもう予想のレベルではない。

私が昨年年初のレポートで、為替 120 円、日経平均株価は 19000 円～20000 円としたとき、ここまで円が「避難通貨」として確立するとは思っていなかった。もしそういった動きがなければ、為替は年中に 120 円に到達し、株価は年末までに 19000 円を超えただろう。

「有事の円買い」が一つの定石となり、「円高＝株安」という方程式がすっかり定着した昨年、「いつ何かが起きれば円高、株安になる」という脅迫は、世界中の投資家に東京市場をディスカウントさせた。

#### 4. 原油価格の下落がどう出るか

昨年後半で起きた最大の経済的な事件は、「原油価格の下落」だ。NY で取引される WTI 原油先物は、昨年 9 月末から 10 月にかけて、それまで節目とされた 90 ドル台を割り、その後は瞬く間に 50 ドル近辺まで急落をした。

このことの実体経済への影響はこれから出てくる。

日本経済にとって原油の下落は、非常に大きなプラス要因だ。このところ続く円安で、輸入品の価格が上昇してきている中、原油が下がることは、原材料費の値下がり意味着。したがって、日銀としても堂々と円安政策を進める援軍となり得る。しかしその一方で、原油価格の下落が経済にどう影響するのかは、3つの考え方がある。

一つは、原油価格の下落が企業業績を押し上げ、設備投資を伸ばし、消費財の価格が下がることで個人消費を刺激し、結果として景気浮揚効果を出す、というパターン。

もう一つは、円安と同じで企業業績は伸びるものの、それが景気の浮揚効果を生まず、消費財の価格下落にのみ現れ、物価上昇率に抵抗勢力となる、というパターン。

最後は、円安が進行し、原油安が円安と相殺され、何も起こらない、というパターン。

これまで、日銀の円安政策というのは、簡単に言えば、輸出企業には得であり、輸入企業には損だった。しかし原油価格の下落は、基本的にどの産業にもプラスの要因がある。

したがって、この価格水準が定着するようなら、日本経済には大きなプラスであり、日銀の政策にも選択肢ができる、ということになるだろう。

ただし、原油価格の下落には、次のような厄介な問題もある。

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

一つは、それによって、世界経済に大きなマイナスの影響が生じ、海外の株価が大きく下落することが考えられる、ということ。

もう一つは、原油価格のボラティリティが上がり、不安定になること。

これらの要因を考慮しなくてはならない。

## 5. 2015年の基本的な読み方

大多数の専門家は、2015年、株高・円安を予想する。

価格では日経平均株価で20000円～23000円

為替は、125円～130円

これらの予想は、次のような前提に基づいている。

- ★ 異次元緩和が継続する
- ★ 米国の緩和縮小が、今年秋口を目指す
- ★ GPIFと日銀が株式やETF、国債を買う
- ★ 企業業績は好調を維持

特に、「政策に売りなし」と言われる通り、日銀が断固たる決意で物価上昇率2%にこだわり、安倍政権の生命線は株価にある、となると、異次元緩和の継続と、GPIF改革を始めたとする株価対策は万全だ、と思える。

さらに、米国の緩和縮小が間違いなさそうなので、日本との金利差拡大に基づくドル高も、疑いようがない・・・。

そして、円安による企業業績の更なる拡大もまた然り。

しかし、大きな問題が一つある。

それは、日銀の追加緩和政策修正についての可能性だ。

誰もが日銀の緩和政策が長く続くと信じ切っているが、日銀総裁は、「嘘つきライセンスを持つ男」だということを、忘れているようだ。

追加緩和によって、日銀は、国債の年間買入れ枠を50兆円から80兆円に引き上げ、2015年末のマネタリーベースは350兆円を突破する。

この数値の異常性は、専門家でないといわづらいが、これは、いよいよ「あ、ジョーシ

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

キとかどーでもいーんだ」と思わせる数値だ。

黒田総裁が宇宙人でもない限り、これを長く続けるとどういうことになるか、わからないはずはない。

いずれも、物価上昇率2%を達成するまで、という話だが、そもそも政府日銀は、株高・資産インフレの為に、このような背水の陣を敷いているわけではない。

逆に実体経済が良くならない中、資産インフレが起こることは、いずれ政権を危うくするだろう。

不景気下の資産インフレは、所得が伸びない中での地価上昇を招き、バブル時のような「持ち家は夢のまた夢」という状況をつくる。さらに、株や不動産価格のボラティリティが上がることで、担保価値のリスクは大きくなるだろう。

つまり、原油安や、その他の要因でインフレ率2%の達成が完璧に無理だと判断した時、あるいは異次元緩和の弊害が出てきたとき、日銀は、政策を変更する、という可能性を常に考えておくべきだ、ということだ。

タイミングは米国が明白に緩和終了の発表を行ったとき、あるいは原油価格の下落が長期化する見通しになったとき、だろう。

## 6. 年間を通しての予想は6月～8月がポイント

今年の展開は、以下のようになるだろう。

1月～2月は、中国経済への懸念と米国債務上限問題も絡み、円は膠着状態になるだろう。119円を中心に117円～121円程度のレンジとなると思われる。日経平均株価はスタートにつまずくことが予想され、1月はいきなり正念場を迎える。今、海外からくるニュースはかなり危ういものが多い。中国の不動産会社の破綻懸念、中国政府の政治的な動き、原油価格を巡る足並みの乱れ、などだ。3月にかけて、どこまで戻すか、という勝負になるが、目処としては18500円程度ではないだろうか。

3月～5月にかけては、相場は強気に転じると見る。

米国の利上げ見通しを核に、円安に振れるのはこの時期だろう。125円程度までの円安は想定しておく必要がある。また、株式市場は、6月の国会会期末に向け、新成長戦略が発表され、投資テーマが絞り込まれることも考えられる。

日経平均株価の目処は、19500円だろう。うまくいけば20000円が狙える。

---

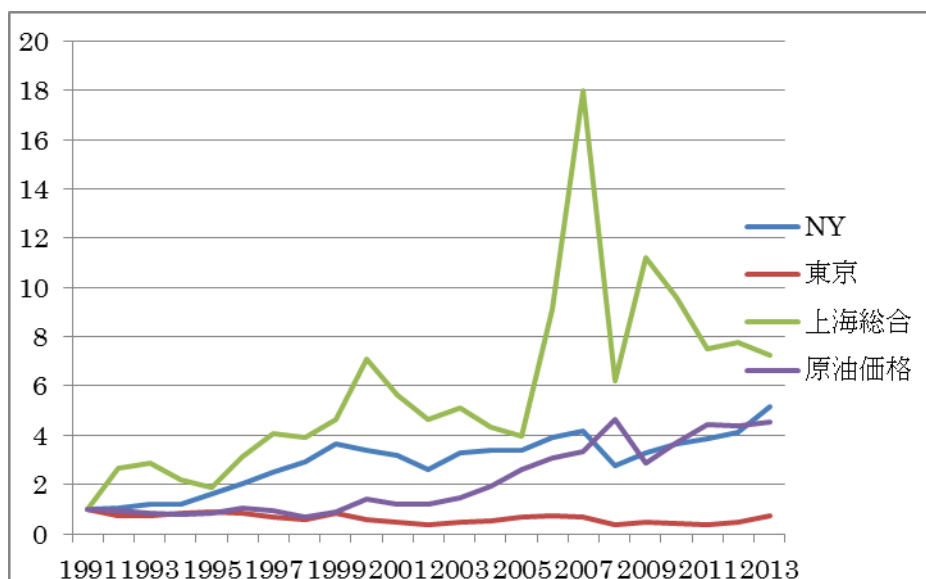
本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



問題は6月から8月の3か月間だ。

ここ数年、夏場に相場は下落している。現在の大多数の予想が覆るとすれば、この時期だ。この期間のポイントは、原油価格だろう。原油価格の下落が続いた（あるいはこの時期に再度下落が始まった）場合、NY市場を始め、上海総合指数も下落することが考えられる。このとき、東京市場は、どうなるだろうか。

これまで通り、NYに連動するならば、この時期に日経平均はやはり下落するだろう。しかし、東京市場の独自性（原油安が業績にプラスになる）に注目するならば、逆に海外からの資金が東京市場に来ても良いはずだ。



1991年の数値を1.としてNYダウ、日経平均株価、上海総合指数、WTIのそれぞれを指数化

上記のグラフを見ると、米中株式市場は原油高と同じく、あるいはそれ以上に上昇してきたが、東京市場だけが置いて行かれている。

逆に原油安が起きたとき、NY市場と東京市場の差が縮小する可能性はある。

いずれにしても、6月～8月の日経平均株価は、18000円～20000円まで、あらゆる展開が考えられる。

この時期の株価が20000円程度をキープするようなら、異次元緩和に修正がある可能性がある。

異次元緩和に修正が加えられる場合、9月から12月にかけて、株式市場は、一定の調整を余儀なくされるだろう。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



株価は 20500 円程度を付けたあと、19000 円程度まで調整する可能性がある。

しかし、異次元緩和の修正は、米国金融政策の引き締めと必ずセットになると思われるので、為替は 125 円程度をキープするだろう。

6 月～8 月の期間で株価が 18000 円程度まで下落した場合、異次元緩和は継続される。このことは、年末までに、一旦株価を 21000 円程度まで押し上げる可能性がある。しかし、このパターンは、その後の経済運営にとって、ある意味自分自身を追い込むような展開となるかもしれない。

6 月～8 月のもう一つのリスクは中国だ。中国経済の異変は年初にすでに現れるだろうが、その情報がある程度経済的に織り込まれるのはこの時期までずれるだろう。それは、中国が戦勝 70 周年に合わせ、政治的な動きとセットでこのことを対外的に知らせる可能性があるからだ。

ここで中国経済が大きく変調を来たす場合、株式市場は 17000 円程度まで下落する可能性がある。そうなると、いかに異次元緩和を継続し、GPIF を動員しても、年末までの上昇はせいぜい 19000 円だろう。

## 7. 市場のテーマ

官製相場であるだけに、銘柄選択にどの程度の意味があるか、疑わしい部分もある。銘柄をいちいち考えるよりも、日経平均や JPX400 を買ったほうが、効率が良いからだ。

しかし、展開によっては中小型株の出番が多くなる可能性もある。

そこで、以下の 3 つを挙げておく。

### ★「防衛・防災」

銘柄	コード	2014 年末 株価	事業
東京計器	7721	280	航海航空機器大手
重松製作所	7980	750	防塵・防毒マスク
日本無線	6751	373	船舶・防衛関連無線

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

## ★サイバーセキュリティ

銘柄	コード	2014 年末 株価	事業
ホームネットワーク ビッドクルー HD	3657	826	ネットワーク監視 欧米に強い
トレンドマイクロ	4704	3340	世界第三位の 情報セキュリティ企業

## ★SIM ロック解除関連

銘柄	コード	2014 年末 株価	事業
日本通信	9424	560	MVNO
フレッツ	3843	1129	格安 SIM
インターネット インシアティブ	3774	2468	ネット接続草分け SIM

集団的自衛権は、防衛予算に大きな影響を与える。また、海外での日本の軍事産業の活躍もまた、今後の成長分野としての可能性がある。

日本が海外と比べ、抑えられてきた分野は、「軍事」と「カジノ」であり、この2つの分野を成長分野と位置づけることは間違っていないだろう。

また、株式市場ではあまり言われませんが、昨年各火山の噴火に見られるように、地質学的リスクが高まっている、ということは、学会などで良く聞かれる。今年は、そういった懸念に対する対策が講じられる年にもなるだろう。

サイバーセキュリティに関しては、今年年初に、政府内に「サイバーセキュリティ戦略本部」が置かれ、本格始動となる。北朝鮮によるとされるサイバー攻撃なども大きな話題となり、今年さらにはこのテーマに注目が集まると思われる。

通信分野では、MVNO や SIM ロック解除関連が、改めて精査される。今年の5月1日が、SIM ロック解除義務化の日程だが、それまでに様々なビジネスモデルが発表されるだろう。

SIM と MVNO はほぼ、登場偉業が重なると思われる。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。