

2016年1月4日

2016年の投資戦略

年央までに日経平均は22000円、その後は中小型株中心の相場展開に

2015年予想の振り返り

昨年1月5日の当社予想は、2015年については、ほぼ的中したと言って良いだろう。

6月の高値20000円（実際には6月24日20952円）その後、夏場の市場悪化と中国経済への危機感から安値17000円（実際には16901円）、年末には19000円（実際には19033円）と、いずれもほぼ当社シナリオ通りの展開だった。

内容として、一つはずれたのは、日銀が、あくまで2%の物価上昇率の目標を下げ、緩和姿勢を貫いていることだ。

ここについて、再度2016年の予想の中で検証する必要がある。

しかし、おおむね、当社が想定する経済状況に、実態との大きな相違は無く、基本的な前提は変えないまま、2016年の想定をしていきたい。

■ 1 □ 長期的視野からの2016年の位置づけ

2013年以降の日本は、「タブー挑戦の10年」だ。2016年は、その序盤戦の最終年となるだろう。いま、安倍政権が挑戦するタブーは、以下の3つだと言える。

- ① 伝統的金融財政政策への挑戦（日銀の異次元緩和）
- ② 税収における直間比率の見直し（消費税引き上げ）
- ③ 憲法9条の見直し（集団的自衛権の行使認容）

しかし、これらの挑戦は、まだ始まったばかりだ。

それぞれの課題には、次のような難問が待っている。

① 伝統的金融財政政策への挑戦

異次元緩和は、一定の効果を出しているものの、物価上昇率は目標の2%は、まだその後ろ姿さえ見えない。日本の金融財政政策の議論は、これからが本番だ。2%の目標が絶望的で

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。

あることが判明したとき、あるいは直間比率の見直しが延期になったとき、日銀の金融政策に、なんらかの限界が露呈する可能性がある。

② 直間比率の見直し

日本の税収の直間比率（直接税と間接税の比率）が、直接税（所得税や法人税）に重きを置きすぎている問題では、安倍政権は、間接税の代表である消費税を、8%に上げることに成功した。東京五輪の開催決定という「ツキ」があった分、スムーズに決まったが、本題は、2017年の10%への増税だ。異次元緩和と引き換えに、黒田日銀総裁に、財政立て直しの約束をしている安倍総理にとっては、これは大きな宿題となる。

しかし、2017年4月までに、なんらかの数値なり定性的な景気対策、成長政策を打ち出せなければ、すでに消費税増税を約束した政権は、窮地に陥る可能性がある。

③ 憲法9条

最後に、集団的自衛権は、大きな議論を呼んでいるが、憲法9条の見直しという最終目標に向け、今年の参院選は重要な試金石となるだろう。

■ 2 □ 2016年は、個別銘柄物色へのシフトが起こる

2016年の東京市場の特色は、過剰流動性が支える指数相場から、成長性で選別する個別銘柄物色への変化だろう。

4月頃までは、相変わらず指数優先の相場が、追加緩和への期待などで、繰り返される。この間は、原油価格や中国情勢などに振られるボックス圏の相場展開となり、日経平均は18000円から21000円を推移するだろう。

しかし、5月伊勢志摩サミット、7月参院選の時期に、成長戦略を担保する政策、もしくは追加緩和が発表される可能性があり、それらの期待感で、日経平均は22000円～23000円のゾーンまで買われる可能性がある。

そして、これが、金融相場の最終局面だ。

つまり、日銀の緩和策が最終局面に至った（せいぜいあと2回が限界だろう）頃から、相場の性格は変わってくる。日経225などの指数上昇よりも、より中小型の成長銘柄へ、物色に移る可能性が出てくる。その結果、日経平均自体は、22000円近辺で年内を終了するが、JPXのような指数、あるいは成長性のある中小型銘柄の株価が、全体的に浮上してくるだろう。

では、その背景などについて、以下で論じることとする。

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。

□ 2 ■ 2016年は2大国のパラダイムシフトがポイント

国際的な環境について、2015年は非常に重要な変化が見られたが、この影響が、さらに現れるのが2016年だ。

米中2国のパラダイムシフトは、世界経済を無傷のままでは、成されない。

①中国の変化

2015年、顕在化した大きな変化の一つは、中国政府が、肥大化した経済を武器に、世界をリードしようとし始めたことだ。リーマンショック後に、絶対的な資金量をもって国内景気に刺激を与え、一人、成長路線を走ってきた中国が、その成長率に陰りが見えてきたことで、政策を転換してきた。

近時の中国の大国化志向は、その覇権主義によるというよりも、経済政策の転換に、その原因を求めることができる。

外需依存から内需中心経済への転換、消費財から耐久財への輸出物の転換、この二つが中国の政策転換だ。これらを具体化した政策、一人っ子政策の終了、海外へのインフラの売り込み、それに伴うAIIBの設立は、習政権にとって、体制を賭けた政策転換だろう。

こういった中国の動きは、今年も、世界経済に大きな影響を与える。

このような、外需中心の経済から内需経済への転換は、経済摩擦の進展とともに、大国なら必ず通る道だ。かつて、日本はこの変化を自らではなく、プラザ合意という、いわゆる外圧によって強制され、その結果、バブルの形成と崩壊を招いたのだ。

しかし、中国の今は、1985年の日本とはかなり違う。まず、元は切り下げの方向にある。また、財政投資に使える資金は大きい。さらに基本的な潜在成長率が大きいことも相違点として挙げられる。

したがって、日本の歩んだ道をそのまま来ることは無いだろう。とはいえ、これだけ巨大な国の経済構造の改革が、血を流さずにできるわけではない。当然、ここ数年の間に、激しい景気低迷と金融不安を味わうことになるだろう。しかしその不安のピークにはまだ若干早いように思われる。

こういった状況から、中国経済は、弱含みで進むものの、崩壊とまではいかないだろう。

②米国の変化

二つ目は、米国がシェール革命を機会に、産油国として世界的な立場を確立しようとしていることだ。このことはすでに、原油価格の下落となって、大きな影響が表れている。

OPECは、米国産シェールガスによる、自国原油のシェア低下を意識するあまり、減産が

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。

できないでいる。言うまでもなく、そのことが、原油価格が下げ止まらない要因の一つだ。また、原油価格の下落により、米国のシェールガス関連会社などが発行する社債が、ジャンク債となってファンドの資産を蝕んでいることは、すでに明らかになっている。これが大きく破たんすれば、その影響は大きいだろう。

このように、米国の産油国化による金融的なリスクは、顕在化している。

一方、政治的な動きにも注意が必要だ。米国が中東地域に対して、どのような態度で接するのか、に注目されるからだ。産油国となっても、これまでのような影響力が保持できるのだろうか。このあたりは、大統領選の状況を見なくてはならない。

③世界の枠組みの変化と陣取り

欧州は、経済の弱々しい成長をなんとか維持するため、躍起になっている。英国は中国に近づき、フランスはロシアに近づいている。ドイツが孤立無援で頑張っているようにも見えるが、ここもまた、中国経済の強い影響下にある。

おそらく今後、中国はアジアよりも、欧州に近づくだらう。米国は、政権にもよるが、中東よりもアジアにコミットする可能性がある。そうすると、アジアは米中の対立の場となり、新たな地政学リスクの場となる可能性がある。

一方で、欧州と近づく中国が、アジアと同時に、ISに対抗する軍事行動をとった場合、中国は新たに政治的なリーダーシップを中東で取り始める可能性もある。

新興国の経済状況も、中国次第だ。米国利上げによる自国通貨安を防衛する必要はあるが、そのための利上げが、自国経済の首を絞めるには、こちらもまた、もう少し時間的な猶予があるだろう。

□ 3 ■ 東京市場の1月～4月は、ボックス相場か

東京市場では、日経225が、2013年年初から始まった上昇トレンドを昨年末にほぼ終了の兆しを見せて終わっている。

1月初頭からスターダッシュで上昇していけば、まだこのラインに残る可能性はあるが、おそらく、それは難しいだろう。

年初に、一旦スタート地点を18500円程度に下げた後、ボックス圏の動きがスタートすると予想する。レンジは18000円～21000円。

この時期、新たな緩和策への期待が相場を支えるが、原油価格の上下に振られることが多くなるだろう。この間は、まだ金融的な相場展開が優先するからだ。

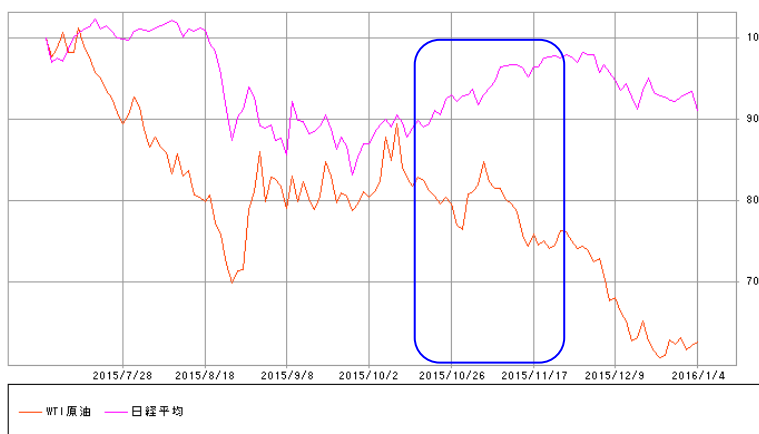
本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



2016 年前半の相場を強気で語るストラテジストは、原油安と円安による企業業績の上振れを期待する。

しかし、株価のことを論じる場合、原油価格の下落が、東京市場にプラスなのかマイナスなのか、という議論をしなくてはならない。2015 年の市場を見る限り、原油価格の下落によって、東京市場も下がっている（下記グラフの青枠以外の部分を参照）。それは、市場の性格が「金融相場」だからだ。したがって、今後も金融相場、つまり、金融緩和の中の指数売買が主流であれば、同じ現象が起きる。おそらく、4 月頃までは、この状況は変わらないだろう。

日経 225 と WTI 連動投信の比較



ただし、上記グラフ（日経 225 と WTI 連動投信の比較）を見ると、青い枠で囲んだ部分は、

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。

株価と原油が逆相関の関係にあることが見て取れる。この時期は、米国の利上げが12月だということが固まってきた時期だ。つまり、この時期だけ、相場はファンダメンタル的な相場になっていたことを意味する。つまり、米国の金利引き上げ、という事象に対して、金融的相場ではなく、ファンダメンタル重視の相場に転換するだろうことを、ここで株式市場は知らず知らずに認識している。

原油価格の下落が企業業績を押し上げるので、株価が上がる、という議論をするには、相場の性格が「業績相場」にならなくてはならない。

しかし、もし今年後半に業績相場的な展開が来たとしても、日経225は、あまり上がらないだろうかもしれない。その頃になってしまうと、業績が良い中小型株が徹底して出遅れていることを考えれば、個別株狙いの資金は、そういった銘柄へ流れることになるだろうからだ。

つまり、どのみち、原油価格の下落によって日経225が上がる、というシナリオは描けない、ということになる。

■ 4 □ 5月半ばから7月が今年の焦点。相場の性質は変わるか？

5月の伊勢志摩サミットから7月の参院選までの期間は、今年最も注目される局面になる。この間に、どのような政策が出され、金融政策がどう動くか、まさに土壇場の判断がなされる。

まずは、5月1日に行われるG7エネルギー相会談から6月1日のOPEC閣僚会議にかけて、原油価格は、思惑で大きく動く可能性がある。

利上げを継続したい米国は、ジャンク債の破たんを免れるため、なんらかの政策を出す可能性もある。それが米国国内向けかOPEC向けか（ジャンク債に対する直接的な対策か、原油価格そのものに対する対策か）に関わらず、原油価格の下落に伴う金融リスクが和らぐのであれば、市場はそれを好感するだろう。

おそらく、東京市場で日経225がボックス圏を上放れ、21000円を超えるとすれば、このときがチャンスだ。

世界の市場に影響する原油価格対策が、効果としては一番大きいですが、それ以外にも、日銀の追加緩和など、積極的な政策が出れば、市場は好感する。現政権は、自らの命綱が株価にあると思っている節もあるので、この間は期待が持てるだろう。

このように原油価格は年前半でさらに下落する可能性があるが、年央に切り返すと思われる。では、為替はどうだろうか？円安はまだ続くのか？

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。

米国利上げが継続的に年内に行われる、というのが大筋の予想だ、これまでのFRBの実績から見て、それは妥当な予想だろう。しかし、今回は違うかもしれない。というのも、現在の米国景況は、決して良いというわけではないからだ。

長らく続く0金利を解除し、金融政策のフリーハンドを得られれば、FRBの目的は達せられたと言って良い。したがって、あと一度、利上げをすればそれで目的は達せられるはずだ。FFの誘導目標は0.5~0.75%（現状0.25~0.5%）が、居心地の良いレートだ。FRBにとって最も恐ろしいのは、ジャンク債の破たんによって、FRBの利上げタイミングが不適切であったと批判されることにある。

したがって、ここは引き締めの政策を継続するだけのメリットは少ないはずだ。そう考えると、円安のゾーンは決して広くはない。年内には、126円が、最大のドル高水準と考える。

この期間、原油価格の安定、為替の円安と同時に株高が起こる。日経平均株価はボックスを離れ、22000円程度へ上昇するだろう。しかし、これが最後の金融相場となる。

□ 5 ■ 8月から年末にかけては中小型株へのシフト

8月以降の東京市場では、今の時点では二つのパターンが考えられる。

一つは、5月以降、原油価格が落ち着きを取り戻し、中国経済が安定することで、無事、2017年の消費税増税実施が行われることになり、その事前需要により、消費が伸びる、という良いパターン。この場合、日経平均は年末にかけ、最大で、23000円が考えられる。

しかし、原油価格のコントロールに失敗した場合、中国経済はより不透明になる。さらにジャンク債の破たん懸念が高まると、ドル、原油から資金は円に逃避され、為替が円高に転じることになる。

こうなった場合、日経平均は、再度17000円に向かう。しかし、消費税増税が見送られる、というパターンによって、年末には日経平均は19000円程度まで戻して終わる、ということも考えられる。

メインシナリオとしては、基本的には前者のシナリオを取る。ただし一つ、この前提を修正しておきたい。それは秋口から、日経平均株価が上昇する代わりに、中小型銘柄へのシフトが行われる可能性が高い、ということだ。

FRBが金利引き上げを実施したことで、欧州、日本の金融政策も、緩和の最終局面にきている。こういった認識によって、株式市場にもなんらかの変化が起こるはずで、それは、大型株から中小型株へのシフトという形で現れることが最も健全な姿だからだ。

5月~7月に政策期待などで、21000円を一旦超え、22000円程度をつけた日経225は、8

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。

月～9月に一度下落する。

しかし、その後10月以降12月末まで、相場は良い状況が続くと考えたい。ただし、ここで物色対象が変わる。中小型株へのシフトが起こることにより、日経平均株価は、21000円から22000円に留まる。

ECB（欧州中央銀行）、日銀の緩和政策が、年央までに追加的な手が打たれ、参院選が終了する頃には、政策の出尽くし感が出るだろう。株式市場は、金融相場一辺倒から、業績相場的な要素を取り入れていくことになる。海外投資家による中小型株物色が起こることで、相場の性格は変わる。

□ 6 ■ 高自己資本比率、高ROEの中堅上場企業に注目

2016年は、中小型銘柄への注目が大きくなると予想する。

2015年から始まっている「スチュアードシップ・コード」では、ROE向上を始め、投資家と企業の、様々な会話がなされている。この成果が、中小型株に対しても出て当然だろう。また、米国の投資家は、実際には、無理なROEの向上には否定的になりつつある。それは、米国におけるシェールガス会社が、高い負債比率を用いて、利益があまりでなくても、ROEを維持するような姿を見ているからだ。

このジャンク債が、さらに危機的状況になれば、ROE至上主義が修正される可能性もある。従って、日本の大企業においても、わざわざROEを高くするための無理な財務戦略には、否定的になっていくだろう。

その場合、より財務体質が強い、そして今後のファイナンス自由度が高い、中小型の高ROE銘柄に注目が行く可能性がある。

そもそも、最適資本構成の議論をせずに、ROEの議論だけをすることに、無理がある。もちろん、ROEの指標としての便利・有用さは認めるべきだ。しかし、企業によってエクイティコストが異なると同時に、最適な資本構成も異なる。そこを企業側が理解をしていないと、財務戦略の迷宮に入ってしまう。

さらにいえば、株主還元の向上は、民間からの景気浮揚のための効果を奪う。設備投資や、消費（給与）に向かったかもしれない資金が、配当として海外投資家へ流れる、あるいは、自社株買いの資金となる、ということが、景気浮揚を構造的に妨げている、という状況には、いずれ注目がされるだろう。

また、「機関投資家」という、自社利益への執着が異常に高いステークホルダーに、経営のアドバイザー的な役割を与えると誤解される（スチュアードシップ・コード）ことは、いずれ大きな過ちを迎えることになるだろう。おそらくは、そういった反動が、2016年には早くも出てくるのではないだろうか。

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。

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。