

# 株価の調整 2004年の再来か？

インベストメント・ストラテジー・ヘッド&チーフ・エコノミストのシェーン・オリバーから臨時レポート

2010年2月3日(水)



## ポイント

- 中国の金融緩和策解除や米オバマ大統領の新しい金融機関規制案を巡る懸念、一部の国のソブリン・リスクの高まりを背景に、株価は過去2週間あまり軟調に推移しています。
- 弊社では、株式相場は2009年3月以降大幅な反発を演じましたが、今年はその変動性が高まると予想しています。ただし、企業収益の増加が下支え要因になり、相場が大きく崩れることはないと考えています。
- 今年の株式相場の展開を予測する際には2004年の相場が参考になると思います。2004年は、米国株が9ヶ月に亘るレンジ内取引、アジア株や一部の商品市況、豪ドルは一時的な調整局面を経験したものの、いずれの資産クラスも最終的には上昇基調を取り戻した年でした。

## 軟調な相場展開

中国の金融緩和策解除により中国経済のハードランディング(経済が急激な変化で状況を悪化させながら次の局面に移行すること)懸念や米オバマ大統領の新しい金融機関規制案を巡る不透明感、ギリシャの債務問題などで、株式などの成長資産は過去2週間あまり神経質な展開となっています。1月の高値から株価は約9%下落しましたが、これは株式や他の成長資産の上昇局面の終わりを意味するのでしょうか？

## 上昇局面の途中の一時的な調整

この質問に対する弊社の答えは「ノー」です。弊社では、現在の状況は上昇局面の途中の一時的な調整であると考えています。これまでのレポートでも説明しているとおり、弊社の2010年の株式相場の見通しは、変動性は高まり昨年に比べて収益率は低下するものの、最終的には相場は上昇基調を辿るというものです。このように考えるのには幾つかの理由があります。

まず、中国では更なる金融引き締めが予想されますが、投資家が心配しているような同国経済のハードランディングの可能性は低いということです。金融引き締め策が実施されなかったら、中国の2010年の経済成長率は14%近辺にまで高まり、インフレ率の大幅な上昇やその他の不安定な状態が引き起こされる可能性があります。早期に対応することで、経済成長をより持続可能な速度に減速させることができると考えられます。実際のところ、中国は成長を抑制するための大幅な引き締めの必要に迫られているわけではありません(1月18日付け「中国の景気刺激策解除始まる」をご参照下さい)。過去10年間に中国政府が示した経済運営の手腕は素晴らしいものであり、今回だけが違うと考える理由は何もありません。確かに、2008年の成長率は期待されたほどではありませんでしたが、これは世界の金融危機を背景に輸出が大幅に落ち込んだ影響です。また、その後の中国の対応から、同国が成長率の大幅な低下は容認しないことが明らかになりました。さらに、最近発表された経済指標では、信用、マネーサプライ、固定資産投資、

鉄鋼生産、鋁工業生産の伸び率などに既に鈍化の兆しが見られ、中国政府が景気過熱を防ぐための極端な政策を取る必要はないと見られます。インフレ率は上昇していますが、食品を除けば前年比でわずか0.2%上昇に過ぎません。弊社では、中国の2010年の経済成長率は10%になり、世界経済や商品市況の支援になると見えています。

2点目は、オバマ大統領の新金融規制案についてです。これは、金融機関の規模制限に加え、ヘッジファンドやプライベート・エクイティー・ファンドへの投資と顧客と無関係な自己勘定取引を禁じるもので、金融セクターを取り巻く環境に不透明感が増すことは間違いありません。一部の人は、テッド・ケネディ上院議員(民主党)死去に伴う補欠選挙で共和党が勝利したため、大統領が反銀行の国民感情に取り入ろうと軽率な行動を取ったのだと見えています。より広い視野で見れば、この案は金融危機後の大きな政府を容認する流れに沿ったものとも考えることもできます。しかし、米国の新銀行規制法が成立するまでには時間がかかり、共和党が銀行業務の規制を阻止する可能性も十分にあります。オーストラリアを含む他の国が同じ道を行く可能性は低く、むしろ自己資本比率規制強化を重視すると思われる(豪州のスワン財務相は米国のような規制の実施の考えはないことを示唆しています)。

3点目は、ギリシャの公的債務問題は混乱をきたしており、他にも同様の問題を抱える国はありますが、世界経済の回復を妨げるほどの規模ではないということです。例えば、ギリシャはユーロ経済のわずか2.6%を占めるに過ぎません。巨額の財政赤字は米国や英国、欧州、日本でも大きな問題ですが、どの国もデフォルト(債務不履行)の危険性があるわけではなく、より可能性の高いシナリオは各国が経済成長の圧迫となる債務の削減努力を行なうというものです。

4点目は、世界的に政策金利の引き上げが予想されますが、主要国では高い失業率とコアインフレ率の低さを背景に金融引き締めは非常に緩やかなペースで行なわれると見られることです。米国や欧州、日本において株式市場の脅威となるほどの大幅な利上げが実施されるまでにはかなりの時間があると考えられます。

5点目は、企業収益は世界的に回復を始めたということです。米国の企業の決算発表において、一部企業の収益は予想を著しく下回りましたが、これまでに発表を終えた企業の約80%で利益が、約65%の企業で売上が予想を上回りました。アジアの企業の決算発表も好調です。2010年の企業利益は20~30%増加すると見られ、これは株式の上昇を支える主要因の一つになると考えられます。

最後に、我々は依然として強気相場の初期段階にいるということです。バリュエーションには依然として割高感はなく、投資家の株式への投資は過大な水準にはありません。

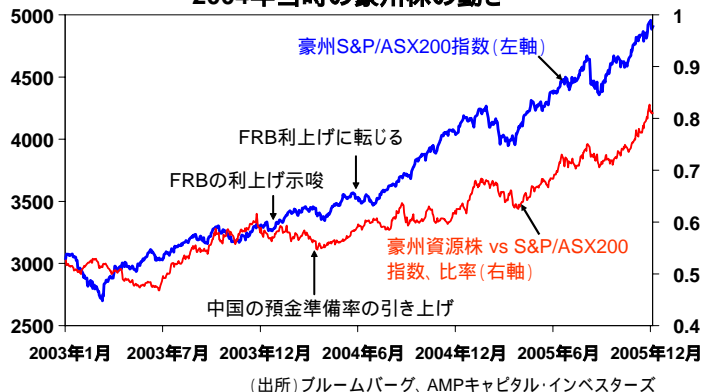
当資料は、投資の参考となる情報の提供を目的として、AMPキャピタル・インベスターズが作成したものです。当資料は、各種の信頼できると判断される情報に基づいて作成されておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。当資料の記述内容、数値、グラフ等は作成時点のものであり、予告なく変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

## 2004年の再来？

最近のレポートで、PER(株価収益率)の水準訂正を原動力とする相場から収益増加に基づいた局面への移行や政府の景気刺激策解除を背景に、強気相場サイクルの2年目は1年目と比べ株価の上昇率が低くなる傾向にあること、2010年はまさにそうなる可能性があることを説明しました(1月15日付け「金融引き締めと成長資産の見通し」をご参照下さい)。ここでもう一度、2004年の相場を参考に今年の相場見通しについて考えてみたいと思います。

ITバブルが弾けたことによる弱気相場は2003年3月に終了し、それから2004年の初めにかけては株式などの成長資産は、ちょうど昨年3月からの上昇相場のように力強く反発しました。その頃景気は回復局面にありましたが、2004年1月下旬に米連邦準備理事会(FRB)は金融政策の引き締めへの転換を示唆し(実際には2004年6月から実施)、また、中国の金融引き締め策が同国経済のハードランディングの懸念を生じさせました。次のチャートが示す通り、これを契機に米国株は9ヶ月間のレンジ内取引相場に突入し、2004年4月～5月に日本を除くアジア市場は世界各国の金融引き締めがエマージング市場に対して圧迫要因になるのではないかと懸念から20%下落しました。

## 2004年当時の豪州株の動き



このように、2004年に米国と中国の金融引き締めにより成長資産が調整局面を迎えましたが、中国経済が堅調に推移しハードランディング懸念が後退するに従い、グローバル株式、アジア株、商品市況、資源株、豪ドルは上昇基調を取り戻しました。2004年の相場から学べる教訓は、金融引き締めへの転換初期には成長資産、とりわけアジア株、商品市況、資源株は不安定な動きを見せますが、経済のハードランディングが起こらない限り成長資産の上昇基調は続き、このような場合の調整局面は絶対の買い場になるということです。弊社では、2010年はまさにこのような相場展開になると予想しています。

## 2004年当時の世界の株式市場の動き



また、次のチャートが示す通り、米国の利上げ示唆と中国の利上げによりアジアの経済成長が鈍化するのではないかと懸念を背景に、金属価格や豪ドルは2004年5月～6月に調整局面を迎えました。

## 2004年当時の商品市況と豪ドルの動き



2004年、豪州株は世界の株式市場の影響はあまり受けませんでした。資源株は豪州市場全体に比べれば軟調に推移しました。

## まとめ

最近の株価や他の成長資産の下落は、弱気相場の始まりではなく一時的な調整であると考えられます。調整はしばらく続く可能性があり、今年の相場は昨年3月以降の相場に比べて変動性が高まると予想されますが、企業収益の増加と相対的低金利の持続が相場の支援材料になるとの弊社の見方に変わりはありません。

## シェーン・オリバー博士

チーフ・エコノミスト、インベストメント・ストラテジー・ヘッド  
AMP キャピタル・インベスターズ

## 広告等を行う場合の一定事項の表示等について

### はじめに

本資料は当該資料を配布させていただいております金融商品取引業者等が販売する商品に関連する市場環境、金融経済状況、価格を左右する背景や理由を一般的に説明するものでありますが、販売対象商品に言及、記載させていただくこともあることを考え、弊社として本資料が広告等に該当する可能性があること等を踏まえまして、金融商品取引法第37条に基づき、以下のとおり、一定の事項の表示等をさせていただく次第です。

### 金融商品取引業者等について

AMPキャピタル・インベスターズ(AMP Capital Investors Limited (ABN 59 001 777 591; AFSL 232 497))は、当該資料を配布いただいております金融商品取引業者等が販売する当該投資信託の投資信託委託会社より、運用の一部を再委託されております。また、AMPキャピタル・インベスターズ株式会社は、AMPキャピタル・インベスターズの日本における販売拠点として、日本における顧客サービスやマーケティング全般に関わる業務をしております。なお、「AMPキャピタル・インベスターズおよびAMP株式会社」を表示、記載する際に、「AMPキャピタル」あるいは「AMPCI」と略称する場合があります。

### AMPキャピタル・インベスターズ

オーストラリアの資産運用会社(本社シドニー)。親会社のAMPキャピタル・ホールディングス・リミテッドです。オーストラリアにおける登録番号はABN 59 001 777 591; AFSL 232 497です。

### AMPキャピタル・インベスターズ株式会社

(商号) AMPキャピタル・インベスターズ株式会社

(登録番号等) 金融商品取引業者登録年月日、2007年9月30日。登録番号、関東財務局長(金商)第85号  
(加入協会) 日本証券業協会 日証協第688号、日本投資者保護基金 基金第357号

なお、AMPキャピタル・インベスターズからの当該資料に係るお断りを、和文および英文にて以下、何卒ご査収ください。

### 重要なご注意

AMPキャピタル・インベスターズ(AMP Capital Investors Limited (ABN 59 001 777 591; AFSL 232 497))あるいはAMPグループのいかなるグループ会社も、投資元本の払い戻しやパフォーマンス、あるいは特定の収益率を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを何ら暗示するものではありません。当該資料は慎重に吟味、作成されておりますが、当該資料にあるいかなる文言や見通しについてもその正確性と完成度においてAMPキャピタル・インベスターズはこれらを保証するものではありません。

当該資料は一般的な情報をご覧に入れるために作成されたものであり、特定の投資家の皆さんの投資目的、財務状況、投資ニーズは何ら考慮されておられません。投資のご判断をなさる前には、ご自身の投資目的、財務状況、投資ニーズを念頭に、当該資料にある情報の適切性をよくご検討いただき、資格を有するアドバイザーとお話しいただくことをお勧めいたします。

なお、当該資料は当該プレゼンテーションにご参加いただいた方々のみを対象に、ご覧に入れるものであり、お取り扱いには十分ご配慮いただきますよう、ここにお願い申し上げます。

### Important note

Neither AMP Capital Investors Limited (ABN 59 001 777 591), nor any other company in the AMP Group guarantees the repayment of capital or the performance of any product or any particular rate of return referred to in this presentation. Past performance is not a reliable indicator of future performance. While every care has been taken in the preparation of this document, AMP Capital investors makes no

当資料は、投資の参考となる情報の提供を目的として、AMPキャピタル・インベスターズが作成したものです。当資料は、各種の信頼できると判断される情報に基づいて作成されておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。当資料の記述内容、数値、グラフ等は作成時点のものであり、予告なく変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び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。

representation or warranty as to the accuracy or completeness of any statement in it including, without limitation, any forecasts.

This document has been prepared for the purpose of providing general information, without taking account of any particular investor's objectives, financial situation or needs. An investor should, before making any investment decisions, consider the appropriateness of the information in this document, and seek professional advice, having regard to the investor's objectives, financial situation and needs. This document is solely for the use of the party to whom it is provided.

#### お客様の投資判断に影響を及ぼすこととなる重要事項

- 当該資料に記されている市場環境、金融経済状況、価格を左右する背景や理由が関連する外国投資信託は、主にオーストラリア内外の豪ドル建て債券を投資対象としています。当該投資信託の基準価格は以下のリスク要因や事例により上下しますので、これにより投資元本を割り込むおそれがあります。なお、下記のリスク要因や事例は、あくまでも一例であり、個別事例ごとに実態に即して実質的にご判断いただきますようお願い申し上げます。
  - ✓ 金利変動リスク： 一般に金利が上昇した場合には既に流通している公社債の価格は下落し、反対に金利が低下すると上昇します。ただし、個々の証券の価格変動度合いは証券の種別等によって異なります。
  - ✓ 為替変動リスク： 豪ドル建て債券に投資する場合、当該債券の円換算価値は豪ドルと円との外国為替相場の影響を受けることがあります。
  - ✓ 信用リスク： 豪ドル建て債券の価格は発行体の信用力の状況により変動します。特に発行体が財政難、経営不安、突発的な事故等により利息及び償還金をあらかじめ決定された条件で支払うことが不可能となった場合（これをデフォルト＝債務不履行と言います）、または不可能となることが予想される場合には大きく下落することとなります。
  - ✓ カントリー・リスク： 投資先となっているオーストラリアの政治・経済・社会・国際関係等が不安定な状態、あるいは混乱した状態等に陥った場合に、豪ドル建て債券や豪ドルの価値が下落する可能性があります。
  - ✓ 災害に伴うリスク： 投資先となっているオーストラリアが、地震、津波、水害等、自然災害やその他火災、テロなどの被害により損害を被った場合、豪ドル建て債券や豪ドルの価値が下落する可能性があります。
  - ✓ 制度変更リスク： 豪ドル建て債券にかかわる法律や制度ならびに税制の変更により、豪ドル建て債券の収益性が変化する場合があります。
- ご購入時およびご購入後の保有に関してお客様にお支払いいただくべき対価（販売手数料、信託報酬、信託財産留保額、信託事務の諸費用等）をご覧に入れたいのですが（対価の種類ごとの金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法の概要に加えまして、当該金額の合計額若しくはその上限額又はこれらの計算方法の概要等々）、ただし、当該資料は、当該資料を配布させていただいております金融商品取引業者等が販売する商品に関連する市場環境、金融経済状況、価格を左右する背景や理由を一般的に記載しているものであり、特定単一の商品に限り説明するものではございません。従いまして、お客様にご負担いただく手数料等の費用に関しましては、各商品の投資信託説明書（交付目論見書）にてご確認いただくとともに、当該資料を配布させていただいております金融商品取引業者等にお尋ねいただければ幸甚でございます。
- セミナー等におきましては、前述申し上げましたように当該資料に基づき、市場環境、金融経済状況、価格を左右する背景や理由等を説明させていただくこともあります。また、セミナー等を開催させていただいております金融商品取引業者等を通じ、当該資料が関連する商品等の勧誘を行うこともございますので、予め皆様の御理解と御協力をお願い申し上げます。