



金融主導による市場の終焉と産業主導の始まり

第2部

「主役交代に伴う投資環境の構造変化と投資方針」

株式会社トータルアセットデザイン
代表取締役 寺本名保美



1. 今、どこにいるのか？

1995年－2000年：IT創世記 金融至上主義の始まり

(キーワード：401K シリコンバレー ドットコム企業 米国利上げとアジア・ロシア危機)

2001年－2007年：実業の低迷と金融機関主導経済

(キーワード：多発テロ レバレッジ会計と会計不信 エアライン破綻とGMショック 証券化)

2005年－2011年：中国・新興国モデルの台頭と資源バブル

(キーワード：原油価格の高騰とソブリンウェルスファンド デカップリング経済)

2007年－2009年：金融バブルの崩壊と後始末

(キーワード：金融危機 デレバレッジ Too Big to fail)

2009年－2016年：QE (量的緩和) の始まりによる大緩和時代

(キーワード：市場との対話 アベノミクス 欧州金融危機)

2011年－2015年：アップル&グーグルの躍進とシェア革命

(キーワード：タッチパネル SNS アプリ アンドロイド ストリートビュー GPS)

2015年－2016年：米国金融政策の転換と新興国・資源国モデルの崩壊

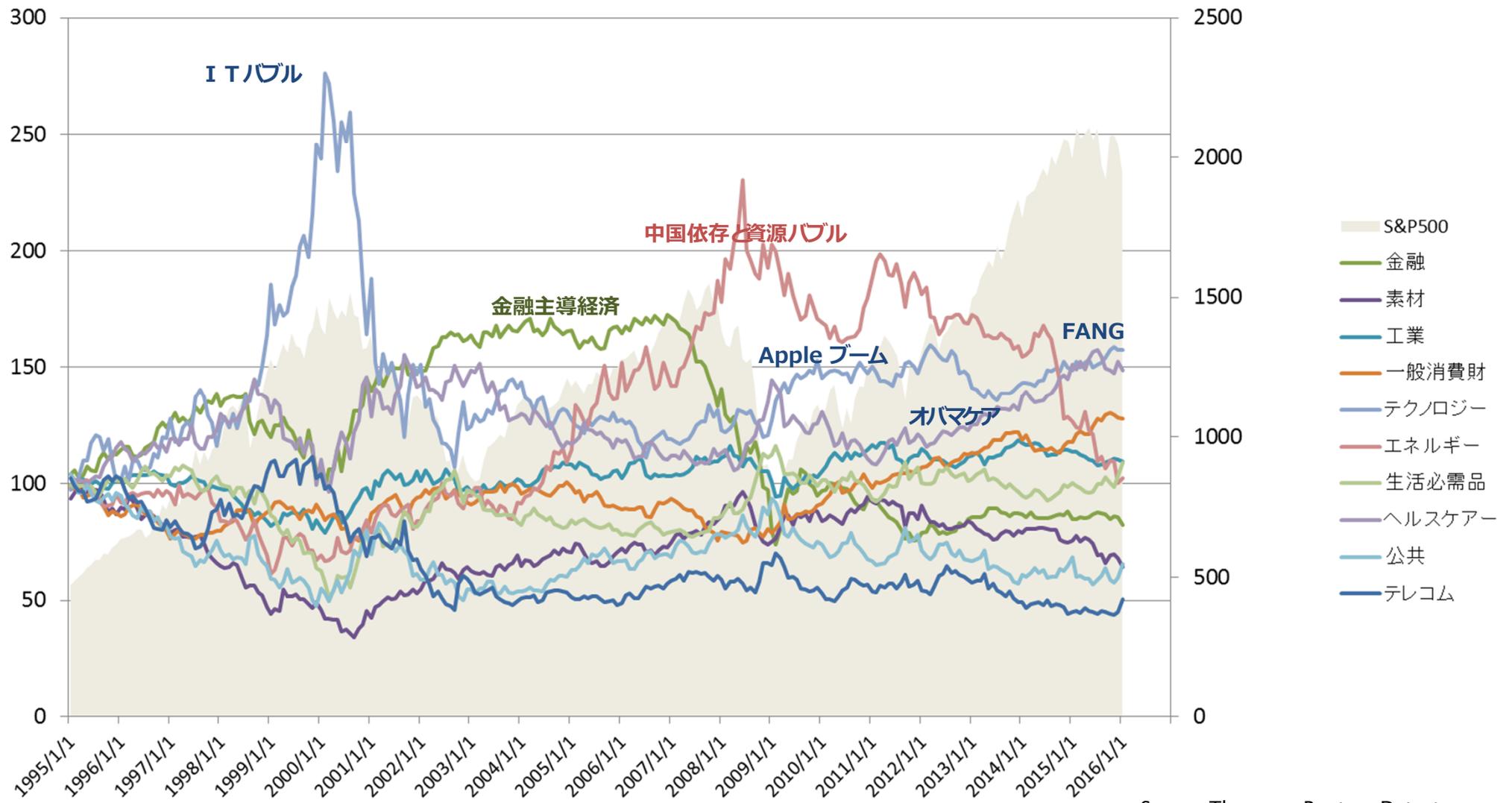
(キーワード：元の切り下げ OPECの減産合意 ロシア制裁と経済危機 地政学リスク)

2015年－2016年：第4次産業革命の始まりの始まり？

(キーワード：AI人工知能 ロボット FANG/FaceB Amazon Netflix Google 自動走行車)



S&P業種別指数対S&P500累積超過収益 1995年より2016年1月



Source: Thomson Reuters Datastream



2. 足元で何が起きているのか？

終焉したもの、終焉しそうなもの

金融主導経済

50ドルを超える原油価格

新興国市場への過度な依存

中央銀行と市場との蜜月な対話

過剰流動性による金融相場

米国の貿易赤字

平和

始まったもの、始まりそうなもの

米国の産油国化と製造業回帰

先進国への移民流入による人口動態の変化

軍需と民需の垣根の低下

労働集約産業のロボット化

知的集約産業のA I 化

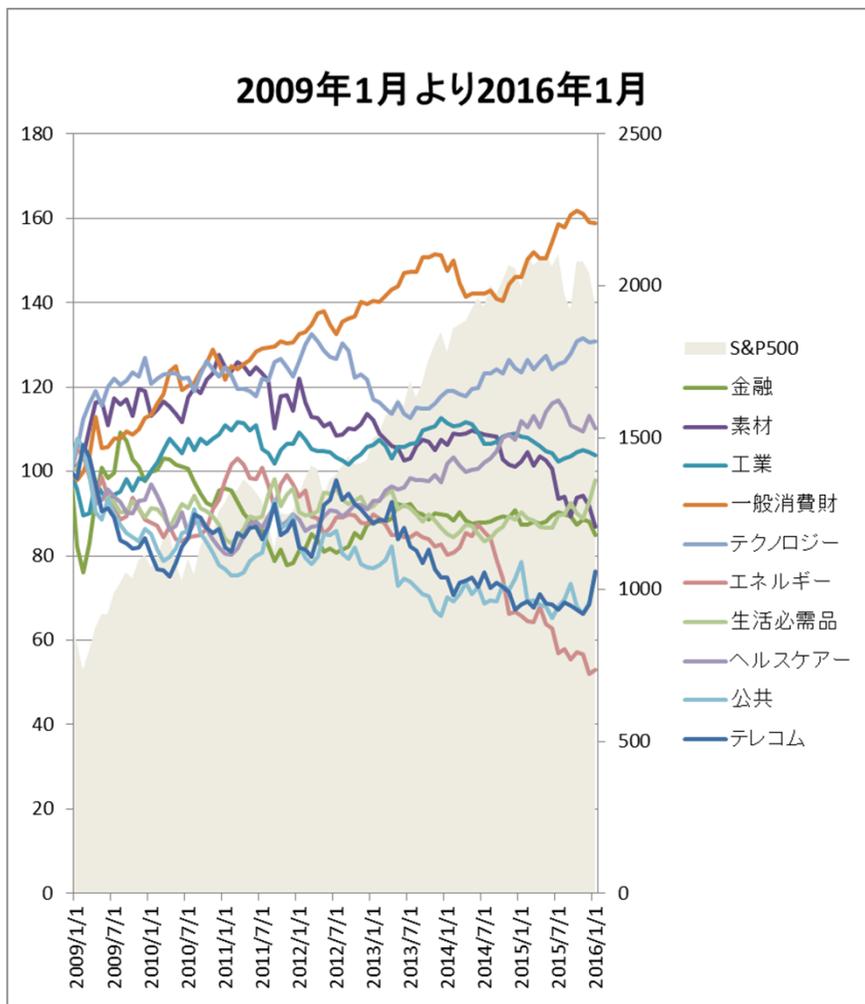
一次産品依存型経済からの脱却

中東の中東による新秩序の模索

終わるものに依存した者の「抵抗」と「不安」。始まるものに乗りようとしている者の「楽観」と「不安」。そして大多数の人達の漠然とした「不安」。

3. オバマ政権の8年を振り返ると見えてくること

Source: Thomson Reuters Datastream



2012年までに決定されたプランによって、株式市場は足元まで形成されてきた。

勝ち組
一般消費財
テクノロジー
ヘルスケア
工業

負け組
エネルギー
公共
テレコム
金融
素材
生活必需品

大統領一般教書より

- 2009年 デジタル通信網による商業化
クリーンエネルギーの活用
- 2010年 エネルギー産業の革新
国家輸出計画 イラクからの撤退
医療保険改革
- 2011年 金持ち優遇の廃止
既存のエネルギー産業との決別
技術革新 輸出倍増
- 2012年 ウォール街の生前遺言書
製造業を呼び戻す **原油開発の解禁**
- 2013年 製造業減税と富裕層課税
Made in Americaの製造業革命
軍事技術と製造業との技術開発協力
人の脳のマッピング
- 2014年 原油の純生産国 中国から生産を取り返す
必要最小限の派兵
- 2015年 貿易のルールを作るのは中国ではない
石油ガスの生産世界一 軍事力と強い外交
米国の科学が世界を牽引
宇宙計画の再活性



オバマ政権が受け継いだ遺産

- 巨額な銀行救済資金
- 高い失業率
- 莫大な数の退役軍人
- 100ドルを超える原油
- 格差への不満
- 激増した財政赤字
- + IT技術の進化とインフラ網の整備

オバマ政権の対処

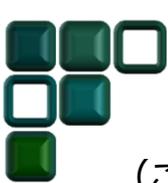
- 厳格な金融行政
- 史上最低水準の失業率
- 世界の警察からの撤退
- エネルギーの自給
- 社会保障費用の増加
- 積極的な金融政策と消極的な財政政策
- + ITの社会基盤化

オバマ政権の残す負の遺産

- 萎縮した金融機関
- 将来のコストプッシュ懸念
- 地政学リスクの高まり
- シェール開発業者の経営難・資源国の財政悪化
- 社会保障費用の高止まり
- 史上最低金利からの脱却リスク

オバマ政権の残す正の遺産

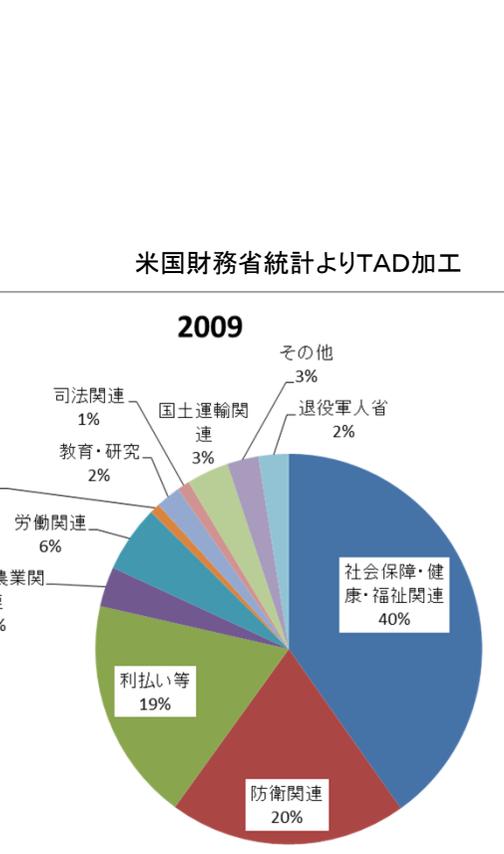
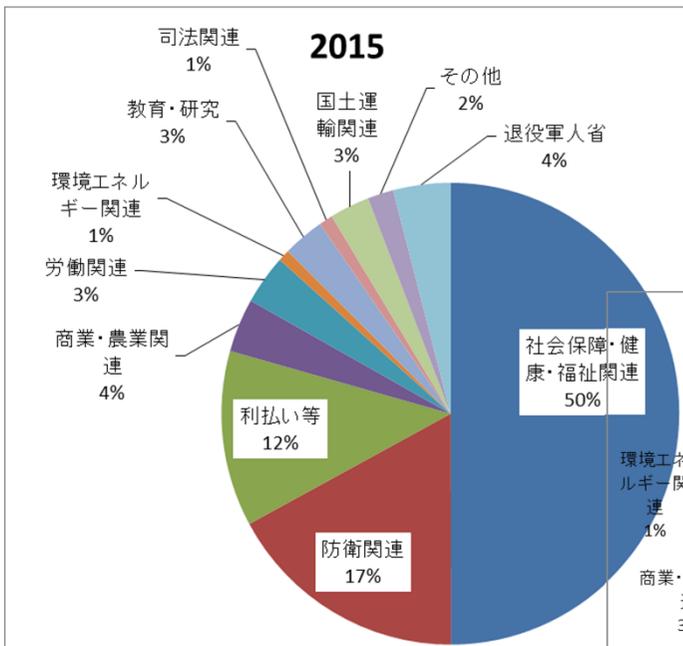
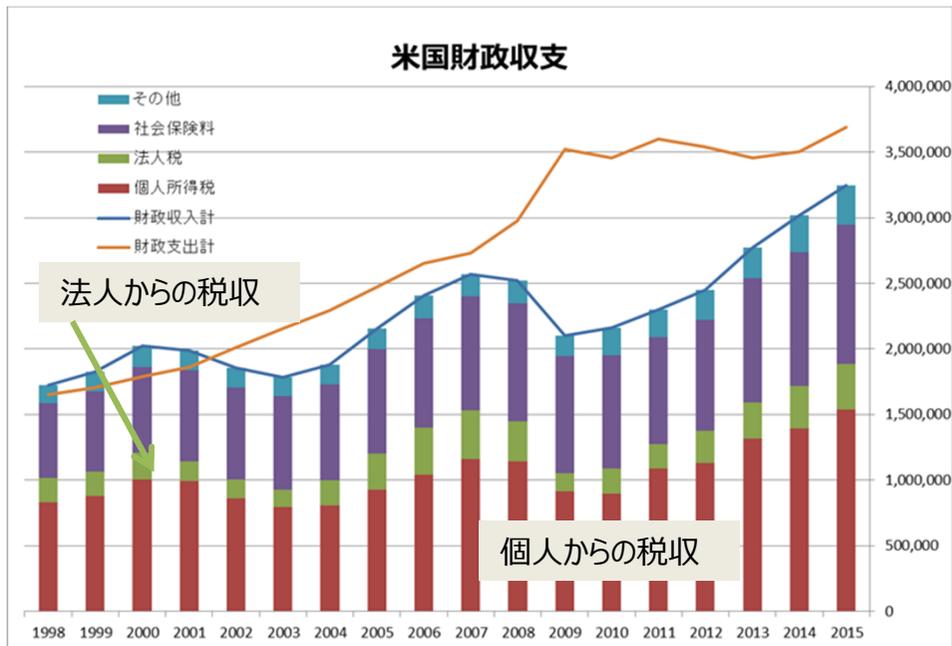
- リスクコントロールが効いた安定した金融システム
- 完全雇用状態が生み出す消費
- 旧来型防衛費用の削減と、軍民共同での新技術開発への再配分
- 世界のどこよりも安いエネルギーコストを背景にした産業モデルの展開
- 史上最低金利による利払い費用の圧縮による、財政状況の改善
- 社会基盤化したITによる社会基盤そのものの変化の可能性



(ご参考) マクロレベルでは原油の純輸入金額が大幅に削減されたこと以外に目に見えた効果はまだない。中国から工場を取り戻し、国内企業の法人税収入を増加させるという目論見は道半ば…

<http://www.trademap.org>

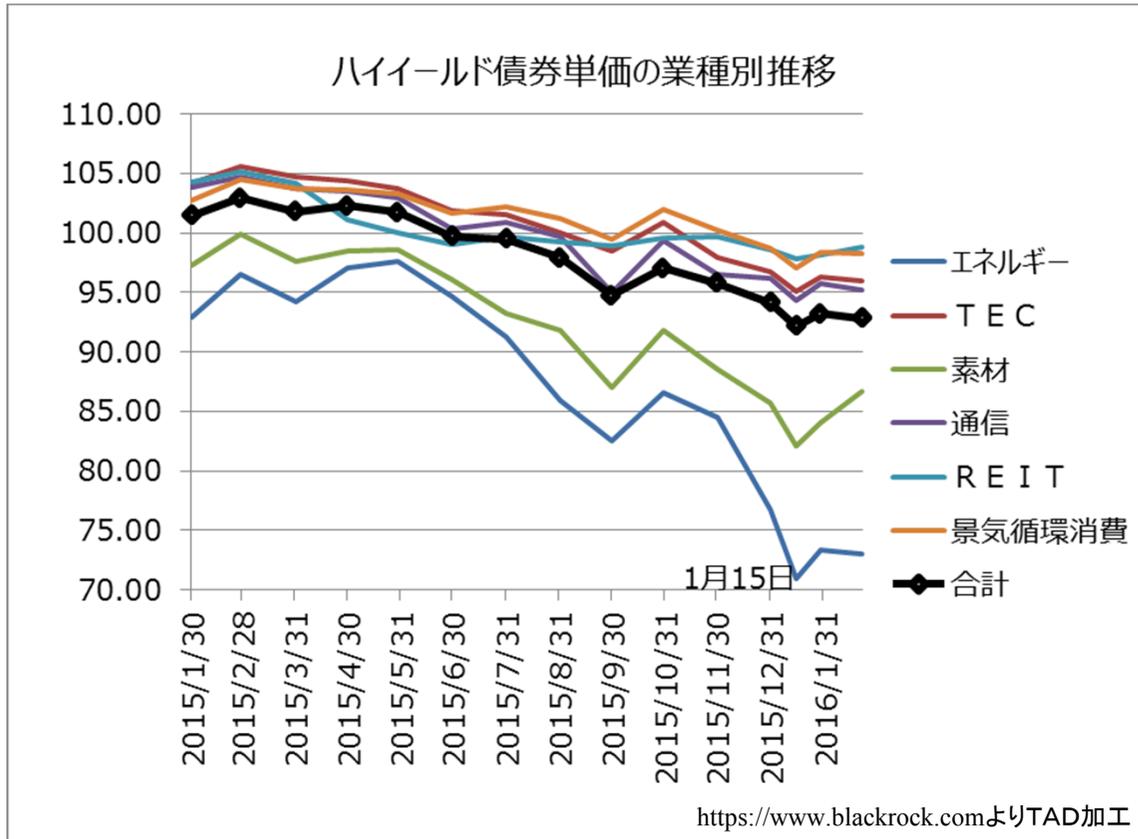
米国2015				米国2011			
純輸出	億ドル	純輸入	億ドル	純輸出	億ドル	純輸入	億ドル
航空機・ロケット・その関連部品	957	電機・電子機器	-1,631	航空機・ロケット・その関連部品	663	鉱物燃料・原油・精製油等	-3,234
小麦・種・果物 等	209	車・車両 等	-1,566	シリアル	262	電機・電子機器	-1,191
シリアル	160	機械、原子炉、ボイラー等	-1,235	プラスチックとその製品	193	車・車両 等	-826
その他化学製品	127	鉱物燃料・原油・精製油等	-950	小麦・種・果物 等	192	機械、原子炉、ボイラー等	-818
プラスチックとその製品	100	家具、照明、看板、プレハブ	-496	光、写真、技術、医療、等装置	133	服飾品主にニット	-395



- 原油燃料の輸入金額はネットで劇的に低下したものの、輸出が伸びたのは米国が元来得意とする航空関連のみで、景気と個人消費の回復効果により輸入はむしろ増加傾向にある。
- 財政収支は富裕層向け増税と、景気回復による法人税の伸びで歳入は順調に増加。支出はオバマ政権以降頭打ちとなっている中、低金利による利払い費の減少と防衛関連費用の減少が社会保障関連費用の増加を相殺している形。引き締め気味だった財政が足元でようやくプラスに転じてきたが…

4. 目先のテーマ「負の遺産 – 資源価格の混乱」

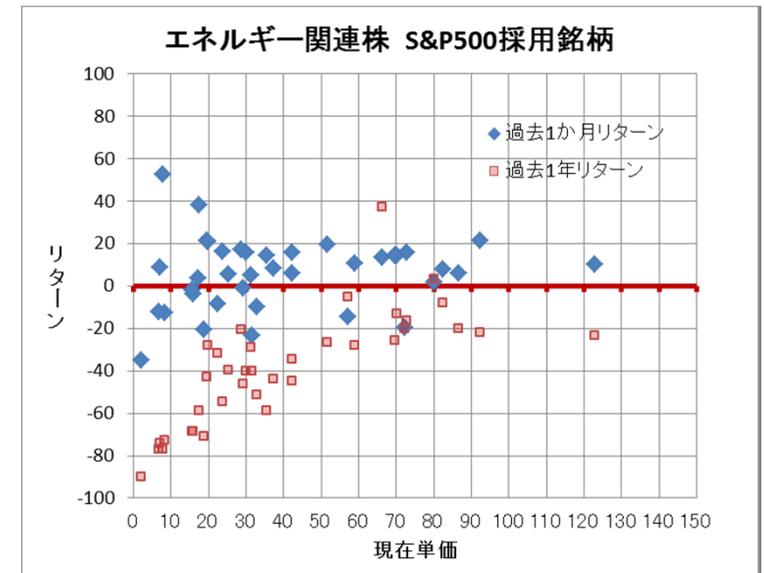
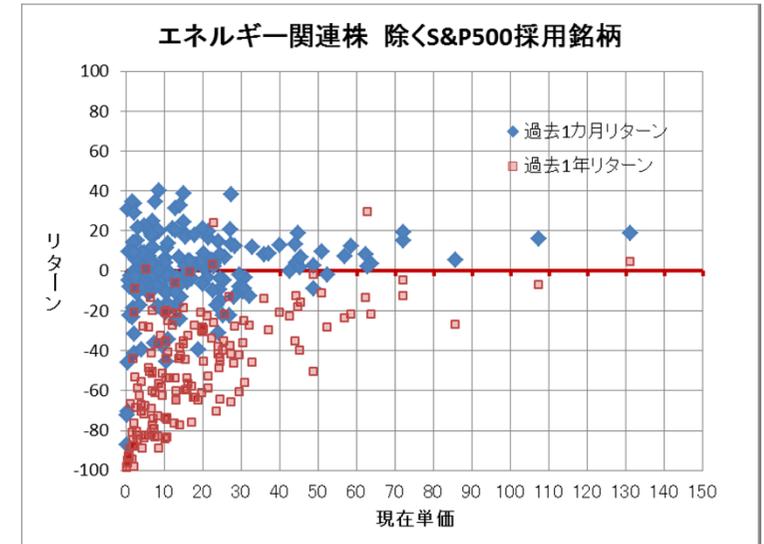
① シェール開発業者の経営難



中小規模の開発業者の淘汰は進むものの、財務体力のある企業の株価は戻りつつある。結局新興開発業者が採掘した油田を、廉価で大手が買取り、開発業者と当該債務の損失とコストが償却された油田が残るといった構造を意味している。

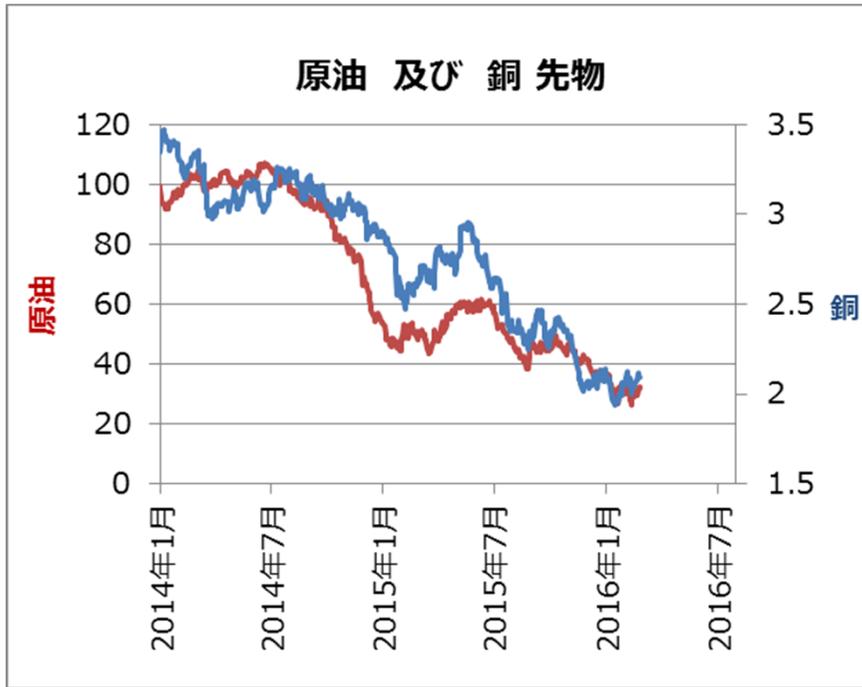
開発業者の債務の全体像が見えていないことが市場の不安材料である一方、米国のエネルギー産業全体としては悪い話ではない。

Source: Thomson Reuters Datastream



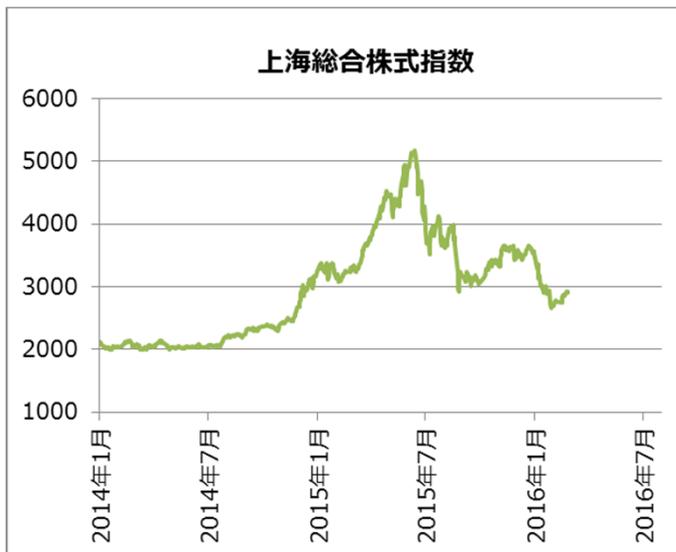
②資源価格の下落とロシア経済

<http://www.trademap.org>



純輸出	億ドル	純輸入	億ドル
鉱物燃料・原油・精製油等	3,421	機械、原子炉、ボイラー等	-428
その他一次産品	109	電機・電子機器	-288
鉄鋼	149	車・車両等	-282
肥料	89	医薬品	-122
真珠・貴金属・コイン	108	プラスチックとその製品	-83

純輸出	億ドル	純輸入	億ドル
機械、原子炉、ボイラー等	2,214	鉱物燃料・原油・精製油等	-2,824
電機・電子機器	1,466	鉱石、スラグ及び灰	-1,345
家具、照明、看板、プレハブ	900	その他一次産品	-805
服飾品主にニット	899	小麦・種・果物等	-428
服飾品除くニット	779	銅及びその製品	-403



ロシアは昨年経済危機宣言を行っている。
 ロシア財務副大臣によれば、2030年を目標とした新経済プランを作成中であり、資源依存度の低い経済を作ることを目指す。

但し、プランの作成期限は2020年。
 それまでこの国はもつのか？

Source: Thomson Reuters Datastream



③資源価格の下落とSWF (時価総額 億ドル) SWFI より

原油ガス由来の主要な国家ファンド 非資源由来の主要な国家ファンド

国	時価総額	設定年
Saudi Arabia	6680	1930
Kuwait	5920	1953
UAE – Abu Dhabi	7730	1976
US – Alaska	530	1976
Brunei	400	1983
UAE – Abu Dhabi	660	1984
Norway	8240	1990
Kazakhstan	770	2000
Algeria	500	2000
UAE – Abu Dhabi	660	2002
Qatar	2560	2005
Libya	660	2006
UAE – Abu Dhabi	1100	2007
Russia	730	2008
Russia	650	2008
Iran	620	2011

国	時価総額	設定年
Singapore	1940	1974
Singapore	3440	1981
Hong Kong	4180	1993
Malaysia	420	1993
China	5470	1997
China	2360	2000
South Korea	850	2005
UAE – Dubai	1830	2006
Australia	950	2006
China	7470	2007
Kazakhstan	850	2008

非オイル系資源由来の主要な国家ファンド

Chile	80	2006Copper
Chile	150	2007Copper

Source: Thomson Reuters Datastream



設定年	原油ガス	非オイル系資源	非資源	計
2000年以前	31660	120	15530	47310
2000-2008年	8220	230	15220	23670
2009年以降	740	10	240	990
計	40620	360	30990	71970

SWFIの集計によると、2015年原油由来のSWFは2100億ドル相当の株式を売却し、現在の原油価格が変わらなければ2016年には3500億ドルの株式を売却する可能性があると言っている。SWFの推定時価総額は、2007年9月の3.4兆ドルから、足元の7.2兆ドルまでほぼ2倍となっている。2005年以降に新規に設定されたファンドについてはやや厳しいと思われるが、全体としては余裕が残っていると思われる。

5. 今後のテーマ 「正の遺産 – ITと融合したイノベーション」

第1段階：道具としてのIT（2000年ぐらいまで）

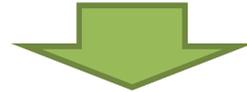
コンピューターとコンピューターを繋げ、データや情報や意思を共有することができる道具ができた

第2段階：インフラとしてのIT（2008年ぐらいまで）

データの伝送速度の飛躍的上昇と、ネットワーク網の整備により、ITがあることを前提とした産業構造の変化が始まる

第3段階：プラットフォームとしてのIT（2015年ぐらいまで）

2008年iPhone3G・2009年アンドロイドスマートフォンの登場。
アプリケーションの開発によりITは商業ビジネスのプラットフォームとなった。
金融を含めたあらゆる業種がITという共通のプラットフォームに乗ったことで、業種間・サービス間の垣根が下がった。



第4次産業革命？ AIという頭脳とGPSという眼を持ったITが新たな産業構造を支配する世界？



既に起きている変化 ①自動走行システム

内閣府 自動走行システム 研究開発計画2015年5月より

			日本における市場化目標
レベル1	加速・操舵・制動のいずれかをシステムが行う状態	安全運転支援システム	導入済
レベル2	加速・操舵・制動のうち複数の操作をシステムが行う状態	準自動走行システム	2017年
レベル3	加速・操舵・制動を全てシステムが行い、システムが要請したときはドライバーが対応する状態		2020年代前半
レベル4	加速・操舵・制動を全てドライバー以外が行い、ドライバーが全く関与しない状態	完全自動走行システム	2020年代後半

海外での状況

Googleは2010年から公道での走行実験開始。2014年からは市街地での走行実験開始。

2016年2月米国運輸省はGoogleCarに搭載されているAIを「運転手」とみなす見解を示し、これによりレベル4の実用化への扉が開いた、とされる。

ドイツではダイムラーが一般公道で、BMWが高速道路での走行実験済。
2015年8月ドイツの大手自動車メーカー3社はノキアのデジタル地図事業を買収。自動走行に必要なカーナビゲーションシステムの共同開発に入った、とされる



既に起きている変化 ②ロボット革命

日本経済再生本部 ロボット新戦略 アクションプラン2015年2月より

ロボット革命とは

- ① センサー、AIなどの技術進歩により、従来はロボットと位置づけられてこなかったモノまでもロボット化し（例えば、自動車、家電、携帯電話や住居までもがロボットのひとつとなる。）、
- ② 製造現場から日常生活の様々な面でロボットが活用されることにより、
- ③ 社会課題の解決やものづくり・サービスの国際競争力の強化を通じて、新たな付加価値を生み出し利便性と富をもたらす社会を実現すること

	2020年までのアクションプラン事例
ものづくり	組立過程のロボット化率30%（大企業）
サービス	ピッキング・仕訳け・検品に関わるロボット化率30%
介護	介護ロボットの国内市場規模500億円
農業等	自動走行トラクターの現場実走

海外での状況

- 米国： 2011年「National Robotics Initiative」を発表。2014年Googleは有望ロボット技術7社を買収
- 欧州： 2014年「EU SPARC Project」を立ち上げ、総計28億ユーロ規模のプロジェクトを予定
- 中国： 2012年「智能製造装置産業発展計画」産業用ロボットの国内売り上げを2020年までに10倍にする
- ドイツ： 2013年「第4次産業革命Industry 4.0」の最終報告提示



既に起きている変化 ③軍需産業の再活性

軍需関連輸出入 スtockホルム国際平和研究所

輸出国	世界シェア	輸入国	世界シェア
1. USA	31%	1. India	15%
2. Russia	27%	2. Saudi Arabia	5%
3. China	5%	3. China	5%
4. Germany	5%	4. UAE	4%
5. France	5%	5. Pakistan	4%
6. UK	4%	6. Australia	4%
7. Spain	3%	7. Turkey	3%
8. Italy	3%	8. USA	3%
9. Ukraine	3%	9. South Korea	3%
10. Israel	2%	10. Singapore	3%

米国が国防費を削減した一方、中東やアジア地域での軍事支出は増加傾向にある。

足元では軍事関連株式の株価がS&P500に対し優位になるケースが続いている。

一方で、GPSに代表されるような軍需技術の民生化も活発化していることから、軍需と民需の垣根が下がりながら、軍需産業は活発化していくことが想定される。

軍需関連企業TOP10 スtockホルム国際平和研究所

	企業名 (国)	Arms sales (\$ m.)
1	Lockheed Martin	35 490
2	Boeing	30 700
3	BAE Systems (UK)	26 820
4	Raytheon	21 950
5	Northrop Grumman	20 200
6	General Dynamics	18 660
7	EADS (trans-Europe)	15 740
8	United Technologies	11 900
9	Finmeccanica (Italy)	10 560
10	Thales (France)	10 370



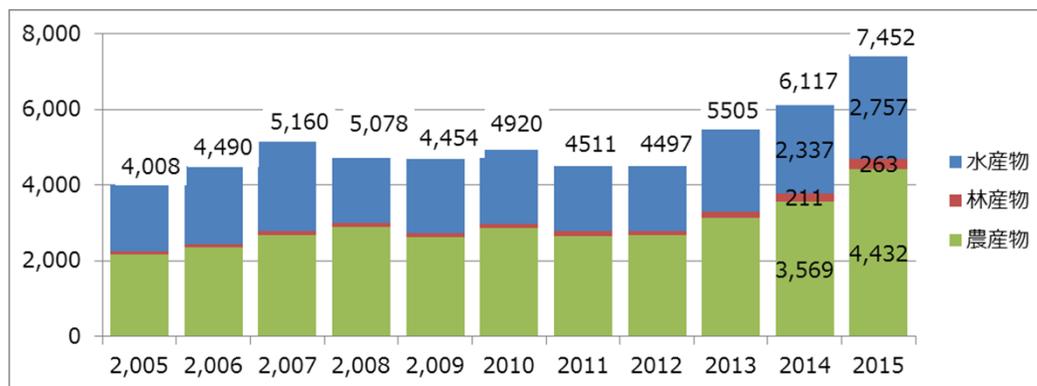
6. 少しだけ日本のこと

日本2015			
純輸出	億円	純輸入	億円
車・車両 等	138,999	鉱物燃料・原油・精製油等	-168,809
機械、原子炉、ボイラー等	70,344	鉱石、スラグ及び灰	-25,189
その他一次産品	31,925	医薬品	-23,844
鉄鋼	25,796	服飾品除くニット	-16,121
光、写真、技術、医療、等装置	15,105	服飾品主にニット	-15,909
船・ボート等	13,185	木材及びその製品	-11,921
プラスチックとその製品	10,553	魚、甲殻類、軟体動物	-10,771
ゴム製品	7,302	肉	-10,263
電機・電子機器	6,539	家具、照明、看板、プレハブの建物	-7,959
銅及びその製品	5,552	シリアル	-7,158

<http://www.trademap.org>

日本2011			
純輸出	億円	純輸入	億円
車・車両 等	103,716	鉱物燃料・原油・精製油等	-205,720
機械、原子炉、ボイラー等	85,575	鉱石、スラグ及び灰	-30,826
電機・電子機器	29,512	医薬品	-12,873
鉄鋼	24,518	服飾品除くニット	-12,455
その他一次産品	21,549	服飾品主にニット	-11,959
船・ボート等	20,447	木材及びその製品	-9,899
光、写真、技術、医療、など装置	16,409	魚、甲殻類、軟体動物	-9,832
プラスチックとその製品	11,997	肉	-8,174
ゴム製品	5,874	シリアル	-7,668
鉄鋼製品	5,839	レアメタル・ウラン	-5,123

農林水産物金額ベース輸出推移（億円）



農水省統計よりTAD加工

自動車は順調に拡大しているものの、電機機器の下振れや、産業用機械等の低迷が目立つ。一方で、精密やゴム、製鋼などの技術や素材系は順調。また、その他一次産品の伸びは目覚ましい。

日本が完成品の輸出国である時代は終わりつつあるのではないか？

完成品に拘り続けると経営を間違うのと同時に、完成品の売り上げで日本の景気を判断するのも間違い。

7. 投資戦略の基本的な考え方

2. 足元で何が起きているのか？

終焉したもの、終焉しそうなもの

金融主導経済

50ドルを超える原油価格

新興国消費市場への過度な依存

中央銀行と市場との蜜月な対話

過剰流動性による金融相場

米国の貿易赤字

平和

始まったもの、始まりそうなもの

米国の産油国化と製造業回帰

先進国への移民流入による人口動態の変化

軍需と民需の垣根の低下

労働集約産業のロボット化

知的集約産業のAI化

一次産品依存型経済からの脱却

中東の中東による新秩序の模索

終わるものに依存した者の「抵抗」と「不安」。始まるものに乗ろうとしている者の「楽観」と「不安」。そして大多数の人達の漠然とした「不安」。



終わりを迎えているカテゴリーには近づかない。値ごろ感で投資しない。

変化は始まったばかり。期待先行型の市場は変動が大きいことを覚悟。

大きな変化の過程において、業種間・企業間の格差は広がる。

大きな変化の過程において、バックミラー型の運用手法は機能しない。

市場の方向性ではなく、技術のイノベーションや個別企業業績への投資が中心。但し、過剰流動性や中央銀行との蜜月に慣れきったファンドマネージャーの経験不足には要注意。

大きな亀裂の可能性は低いと考えるものの、新興国やクレジット関連戦略は当面お休み。

バリエーションや期待値を評価する投資⇒銘柄選択も資産配分もパッシブからアクティブへ



配当・利益成長・イノベーションのバランスのとれた運用を意識する

資産配分はポートフォリオ全体でのリスクを抑えつつ、環境変化に対応した機動性を確保する

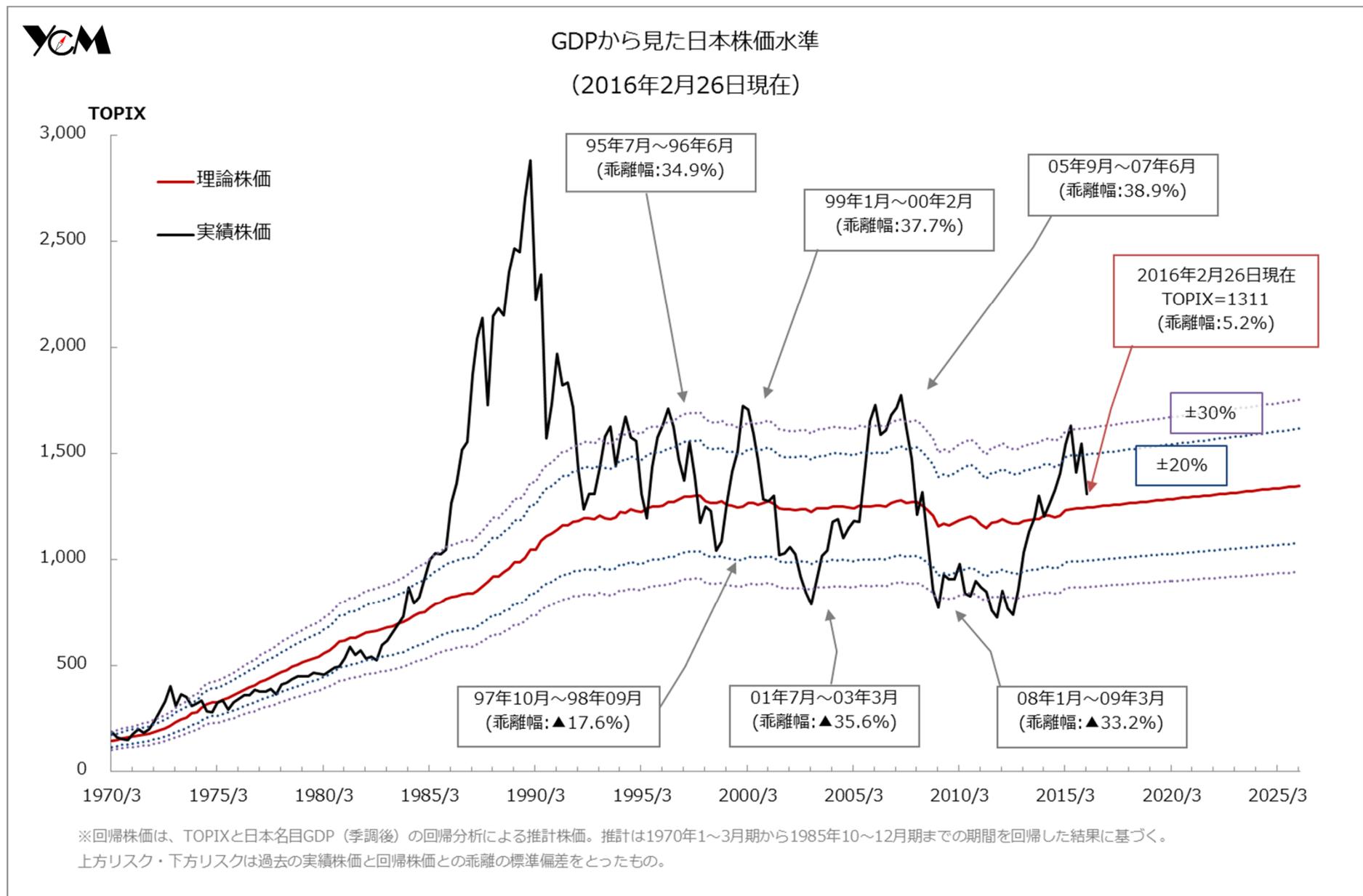
株式の低ボラティリティ但し、アクティブ戦略

株式の銘柄選択を源泉としたロングショート但し、ジャッジメンタル

高配当の株式・REIT・先進国のインフラ投資は魅力的
但し、債券投資の代替にはならない

現在の極端なデフレシナリオから外れた場合に対応できる仕掛けを少しずつ織り込むことを意識する

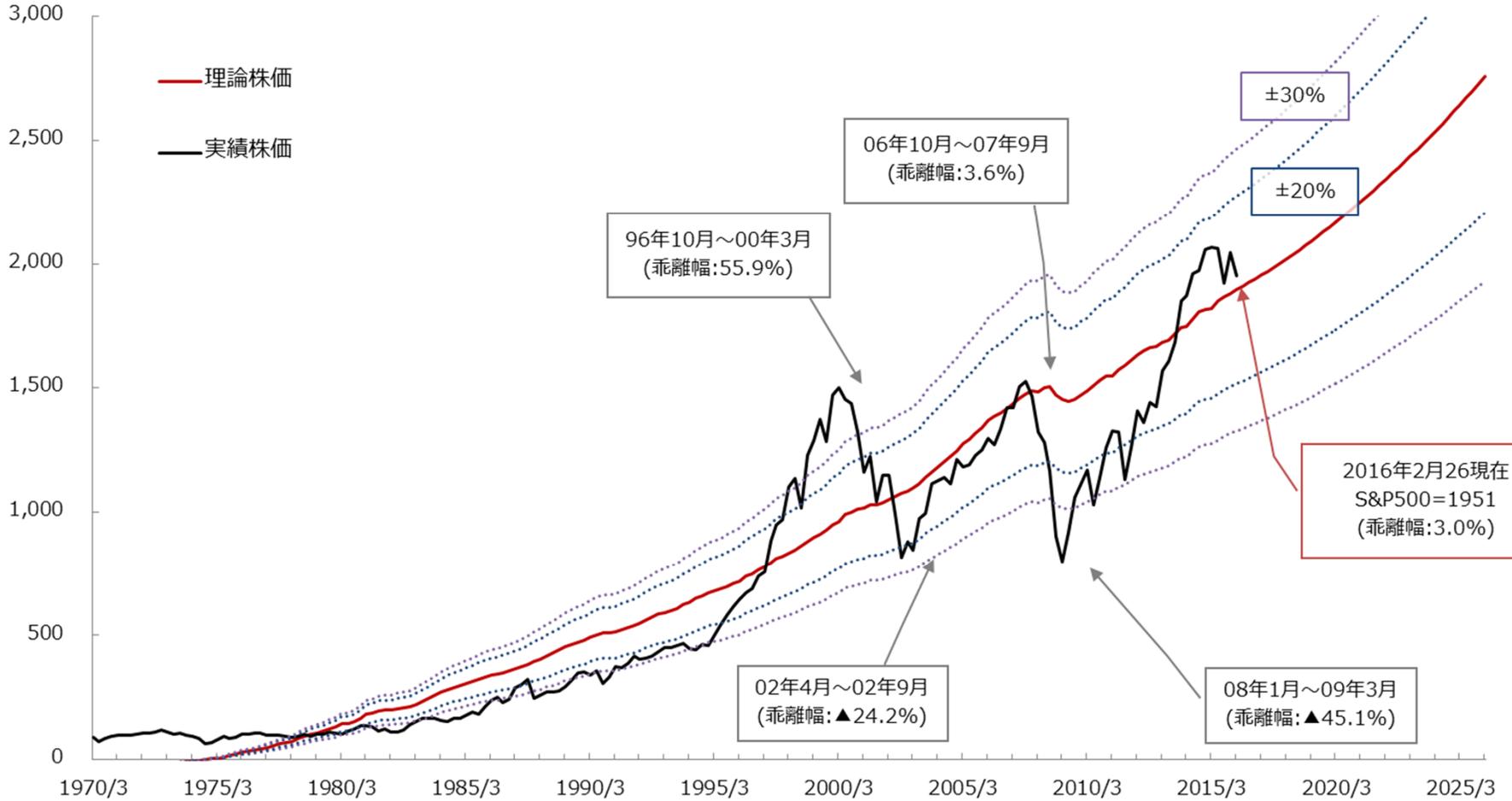
8. イールドカーブモデルによる日米株式のバリエーション





S&P500

GDPから見た米国株価水準 (2016年2月26日現在)



※回帰株価は、SP500と米名目GDP（季調後）の回帰分析による推計株価。推計は1970年1~3月期から1999年10~12月期までの期間を回帰した結果に基づく。
上方リスク・下方リスクは過去の実績株価と回帰株価との乖離の標準偏差をとったもの。



- 本資料は、お客様の運用や資産配分の判断などの参考となる情報の提供を目的として作成されたものであり、これらの最終的な決定はお客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- 過去の実績は将来の運用成績を予測・保証するものではありません。また、シミュレーション等のデータも、将来の運用成績を予想・保証するものではありません。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて当社が作成しておりますが、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。
- また、本資料には、各運用機関から取得した情報や運用実績に基づいて当社が計測或いは分析した情報が含まれる場合がありますが、記載された運用やファンドについて具体的に推奨するものではありません。
- なお、本資料中の記述内容、数値等については資料作成時点のものであり、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により内容が変更となる場合があります。
- 本資料に関わる一切の権利は、当社に属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 本資料の内容に関してご不明な点、疑問に思われる点等がございましたら、当社コンサルタント等にご照会下さいますようお願い申し上げます。

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2429号 一般社団法人日本投資顧問業協会