



第2部

「アメリカンバブルと投資戦略」

寺本 名保美



目 次

1. 米国政権の継続と変化
2. アメリカンバブルの可能性
3. トランプ政権下での投資戦略

1. 米国政権の継続と変化

オバマ大統領一般教書より（2016年セミナー再掲）		実行性	トランプ政権で予想される変化
2009年	デジタル通信網による商業化 グリーンエネルギーの活用	FANGの隆盛 原発推進政策は頓挫	継続 サイバーテロ対策強化 否定
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	化石燃料の縮小は頓挫 結果はまだ ほぼ実現 実現	否定 強化 継続 対ISで協調 否定 リフォーム
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	税制改正ができず未達 グリーンエネルギー化の頓挫 技術革新は進展 輸出は緩慢	後退 後退 強化
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	実現 結果はまだ 実現	後退 強化 強化
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	議会の反対で未実現 具体的な政策なし 進行中 防衛産業の活性化 AI技術の急速な進歩	強化 強化 継続 継続
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	実現 中国への為替操作国指定 実現	強化 強化 強化
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	TPPの推進 原油生産量世界一 政権後半防衛費増加 不明 不明	戦略変更 二国間協定へ 強化 継続 後退 強化

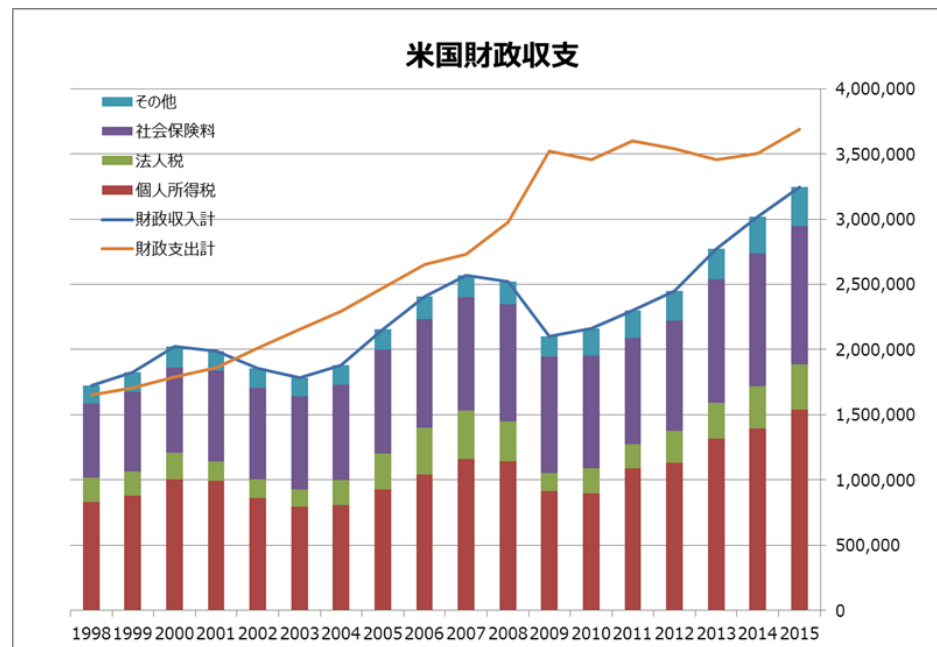
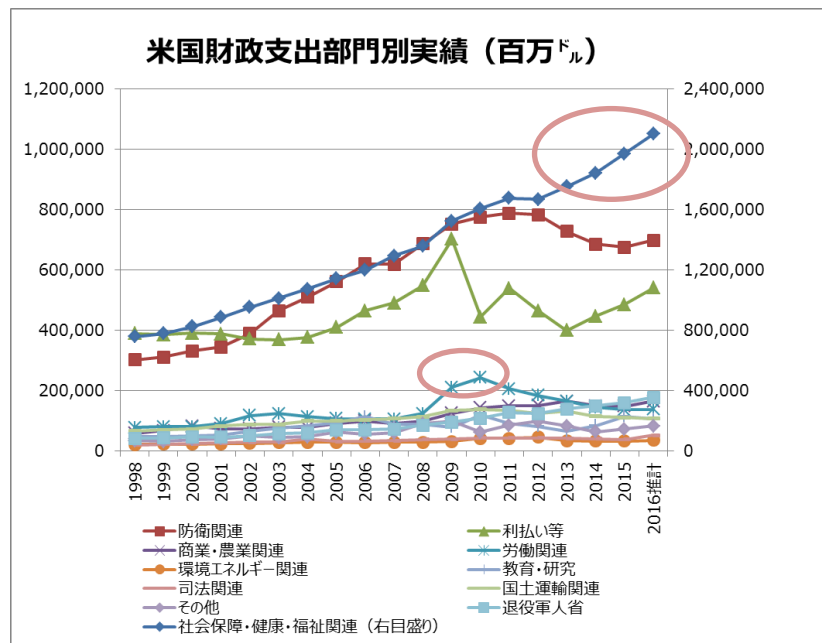
オバマ政権の理念

- 製造業の国内回帰（金融・住宅ではない次の産業の新興）
次の産業は起きたものの国内雇用への波及効果は未達
- エネルギーの戦略的自立（鉄道インフラ・非化石燃料・原油の自給）
原油の自給開始により自立。予想以上に原油価格が下落したことでインフラやクリーンエネルギー関連への設備投資は中断
- 海外派兵の縮小（大量の帰還兵へのコスト）
イラクからの撤退により海外派兵の最小化は実行。一方でIS等新たな地政学リスクが発生
- 第4次産業革命に対応する人材の育成（雇用の質の強化）
産業のロボット化の進捗に対応できる労働市場の育成を掲げる。効果はこれから。
- ウォール街からの富の再配分（金融危機の責任を取らせ、二度と繰り返させない）
ドットフランク法により金融機関のバランスシートは極めて健全化。
国内不満をウォールストリートに集中させることでのガス抜き。
- 手厚い社会保障（薄く広い分配）
金融危機直後の生活不安を抱えた社会には有効な政策だったが、費用対効果（国民の満足感）は薄い

オバマ政権の検証2 政府部門

政府支出 兆ドル	2000-2008 累計		2009-2016 累計		変化【金額】	変化【比率】	変化【倍率】
社会保障・健康・福祉 関連	8.9兆ドル	43%	14.1兆ドル	46%	5.2兆ドル	3.5%	1.6
防衛関連	4.2	20%	5.9	19%	1.7	-0.9%	1.4
利払い等	3.4	16%	4.0	13%	0.6	-3.2%	1.2
商業・農業関連	0.7	3%	1.2	4%	0.5	0.6%	1.7
労働関連	0.9	4%	1.4	5%	0.5	0.4%	1.6
環境エネルギー関連	0.2	1%	0.3	1%	0.1	-0.1%	1.4
教育・研究	0.7	3%	0.7	2%	0.1	-0.8%	1.1
司法関連	0.3	1%	0.3	1%	0.1	-0.1%	1.3
国土運輸関連	0.8	4%	1.0	3%	0.2	-0.5%	1.3
その他	0.4	2%	0.6	2%	0.2	0.0%	1.4
退役軍人省	0.5	2%	1.1	4%	0.6	1.1%	2.1
政府支出合計	21兆ドル		31兆ドル		9.8兆ドル		1.5

前政権8年間の政府支出総額に対し、オバマ政権の支出総額は約10兆ドルの増加。但し増加分の6割が**社会保険等費用**に充当。変化率としては**退役軍人関連費用**の伸びが高い。金融危機直後は失業率の上昇による労働関連費用も増加。減少幅の大きい部門は金利低下の恩恵による**利払い**と**防衛関連**。防衛関連は2015年度に5年ぶりに微増。景気回復に伴う**個人所得**の伸びに伴い**収入**は伸びており**財政収支は大幅に改善**。

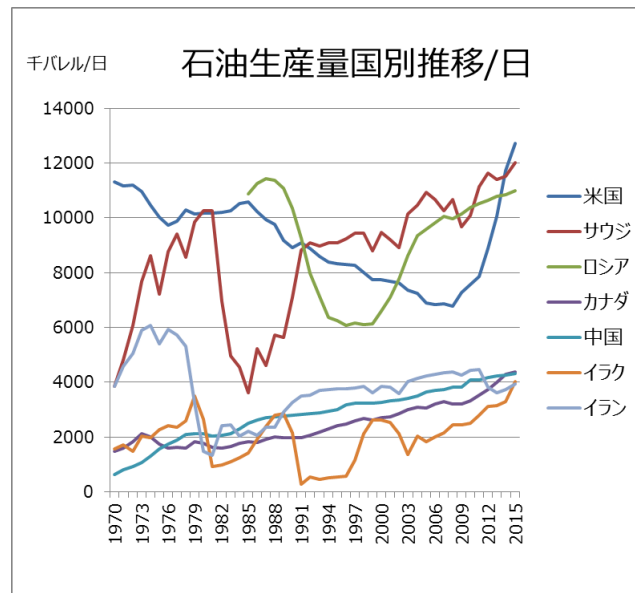
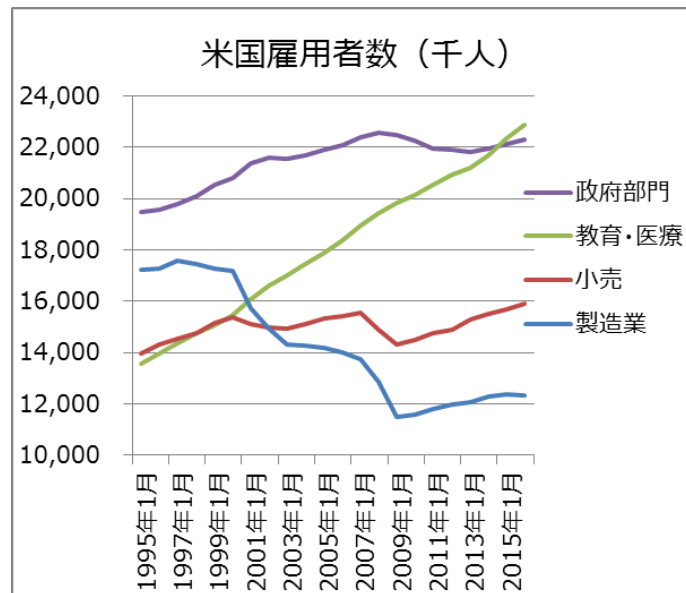
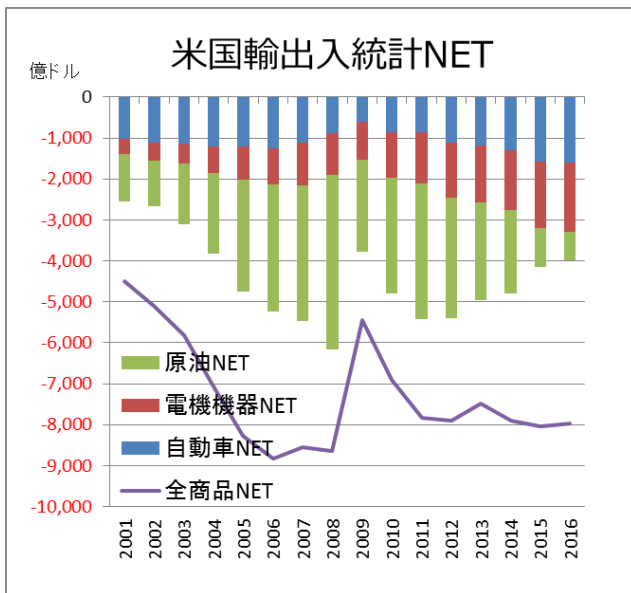


オバマ政権の検証3 産業部門

米国2007			
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	540	鉱物燃料・原油・精製油等	-3,303
シリアル	193	車・車両 等	-1,112
光、写真、技術、医療、など装置	115	電機・電子機器	-1,053
プラスチックとその製品	114	機械、原子炉、ボイラー等	-579
小麦・種・果物 等	112	服飾品除くニット	-377
その他化学製品	92	服飾品主にニット	-376
綿	50	家具、照明、看板、プレハブ	-366
動物用飼料・食品廃棄物	40	その他一次産品	-272
肉	36	おもちゃゲーム運動用品	-255
木材パルプ・セルロース材料	32	医薬品	-201

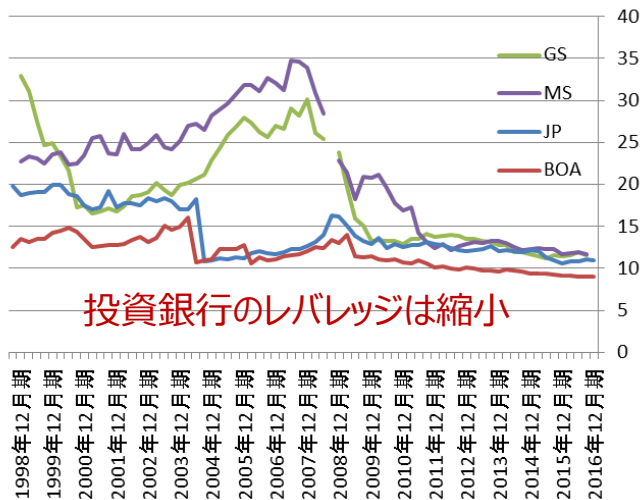
米国2016			
純輸出	億ドル	純輸入	億ドル
航空機・ロケット・その関連部品	1,036	電機・電子機器	-1,688
小麦・種・果物 等	253	車・車両 等	-1,608
シリアル	168	機械、原子炉、ボイラー等	-1,249
その他化学製品	115	鉱物燃料・原油・精製油等	-687
プラスチックとその製品	81	家具、照明、看板、プレハブ	-522
動物用飼料・食品廃棄物	71	医薬品	-454
肉	67	その他一次産品	-444
木材パルプ・セルロース材料	56	服飾品主にニット	-428
綿	47	服飾品除くニット	-363
各種の調製食料品	41	靴	-252

この8年で原油等エネルギーのNET輸入金額は大きく低下したものの、オバマ政権の掲げた製造業の復活の兆しはまだない。但し微増ではあるが製造業で雇用者数が増加したのは1995年以来。



オバマ政権の検証4 投資部門

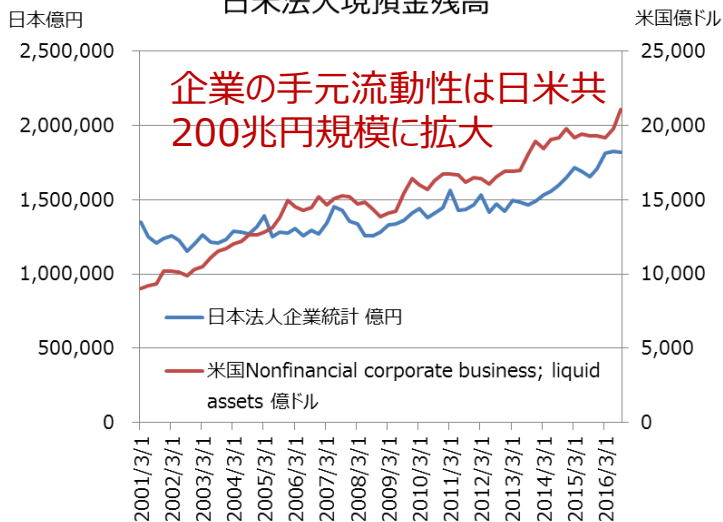
主要金融機関レバレッジ (資産・株主資本)



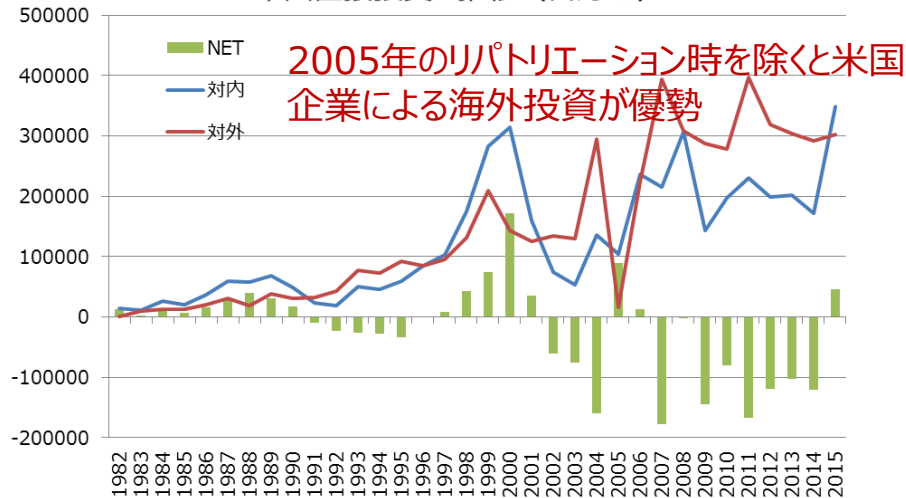
株式時価総額ランキング

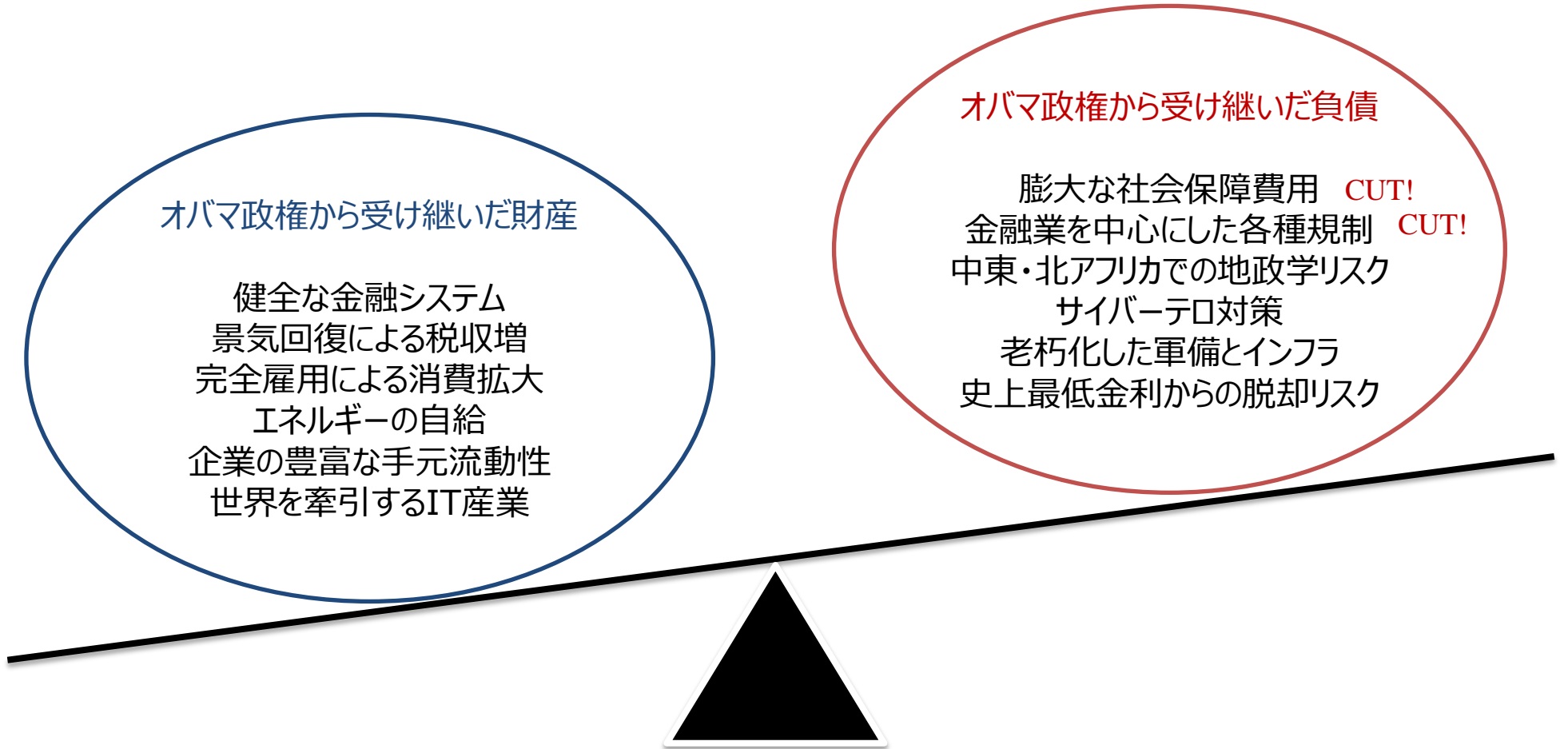
2016年ランキング				2009年ランキング	
1	Apple Inc.	米国	27	1	EXXON MOBIL CORP 米国
2	Alphabet Inc	米国	19	2	SCA HYGIENE PROD ドイツ
3	Microsoft Corporation	米国	5	3	WAL-MART STORES 米国
4	Berkshire Hathaway Inc.	米国	12	4	IND & COMM BK -A 中国
5	Amazon.com, Inc.	米国	NA	5	MICROSOFT CORP 米国
6	Facebook Incorporation	米国	NA	6	AT&T INC 米国
7	Exxon Mobil Corporation	米国	1	7	PETROCHINA CO-H 中国
8	Johnson & Johnson	米国	8	8	JOHNSON&JOHNSON 米国
9	JPMorgan Chase & Co.	米国	24	9	ROYAL DUTCH SH-A オランダ
10	Wells Fargo & Company	米国	45	10	PROCTER & GAMBLE 米国
11	General Electric Company	米国	21	11	CHEVRON CORP 米国
12	AT&T Inc.	米国	6	12	BERKSHIRE HATH-A 米国
13	Tencent Holdings Limited	中国	NA	13	CHINA CONST BA-H 中国
14	Bank of America Corporation	米国	76	14	IBM 米国
15	IND & COMM BK -A	中国	4	15	BP PLC 英国
16	China Mobile Limited	香港	NA	16	VOLKSWAGEN AG ドイツ
17	Royal Dutch Shell Plc	オランダ	9	17	BANK OF CHINA-H 中国
18	Procter & Gamble Co	米国	10	18	TOTAL SA フランス
19	Samsung Electronics	韓国	NA	19	GOOGLE INC-CL A 米国
20	PetroChina Co Ltd	中国	7	20	PETROBRAS-PREF ブラジル

日米法人現預金残高



米国直接投資の推移 (百万ドル)





金融危機後のマイナスからのスタートだったオバマ政権に比べ、トランプ政権は恵まれすぎたスタート
オバマ政権が地ならしをし、敷いたレールの上を、燃料満タンなトランプ政権が疾走する？



アメリカンバブルの可能性



2. アメリカンバブルの可能性

①バブルの起きる条件

1. 実需で吸収しきれない流動性がある

円高不況後の日本
SL危機後の米国
9.11、会計不正後の米国
資源価格高騰で潤った中国

2. 資金が集中する特定のテーマがある

NTTの売り出し
IT革命
米国の住宅市場
バイオベンチャー

3. バリエーションの基準が定まっていない市場の存在

日本の不動産
ドットコム市場
証券化商品
ベンチャー

4. 実は施政者側も歓迎している

施政者は仕掛けることはできるが止めさせることはできない

→だからバブルは崩壊する



②アメリカンバブルの起きる条件

1. 実需で吸収しきれない流動性がある

米国の足元にある200兆円規模の法人の流動性がどう動くか？

歴史的な低金利がグローバルに発生している中、日本や他国の余剰資金は投資場所を探している。

2. 資金が集中する特定のテーマがある

第4次産業革命

インフラ投資

代替エネルギー開発

バイオイノベーション

3. バリエーションの基準が定まっていない市場の存在

エネルギーやバイオは玉石混交

AIやロボットの進化は急激で陳腐化も早い

夢もあるがゴミもある。

4. 実は施政者側も歓迎している

トランプ政権には時間がない。すぐに結果が出てくる分野に国家資源を集中投資？

目先の短期的利益を優先。その先にあるバブルとその崩壊には興味がない？

→アメリカンバブルの条件は揃いつつある



③アメリカンバブルの主役

次の主役は「企業」と「ファンド」

同業者間のM&Aによる効率的な成長（リストリスク）

異業種間のM&Aによる経営の多角化（新規事業への参入リスク）

ベンチャー企業の買収による新規技術の取得（技術の破たんリスク）

老朽化したインフラへの民間資金の投入（政府との交渉リスク）

本業でのリスクを分離させる手段や特定のスキルの提供者としての
ファンド活用は合理的

但し、企業がレバレッジをかける手段としてファンドを多用し始めたら、
それは「バブル」

3. トランプ政権下での投資戦略

➤ 市場の資金フローに注目する

- ①環境は良いものの市場に大きな資金フローがないときは、小さな市場から動く。
- ②大きなお金が動きだすと大きな市場が動く。
- ③大きな市場が割高になると行き場のないお金は小さな市場に移る。
- ④大きなお金が逃げる時は大きな市場から逃げる
- ⑤小さな市場から逃げたくなくても、逃げることはできない。

①の小さな市場は可 ③の小さな市場は不可

➤ 個別銘柄のリスクに注目する

- ①業種間の勝ち組負け組・地域間での勝ち組負け組の格差は拡大する
- ②業種内での勝ち組負け組も拡大する
- ③イノベーションや業際の低下により従来の業種リスクでは掌握できないファクターが発生する
- ④手元流動性は敵対的買収のターゲットにもなる
- ⑤大化けもあれば突然死もある

市場の価格構成の連続性が失われる環境
バックミラー型のファクター判断は危険

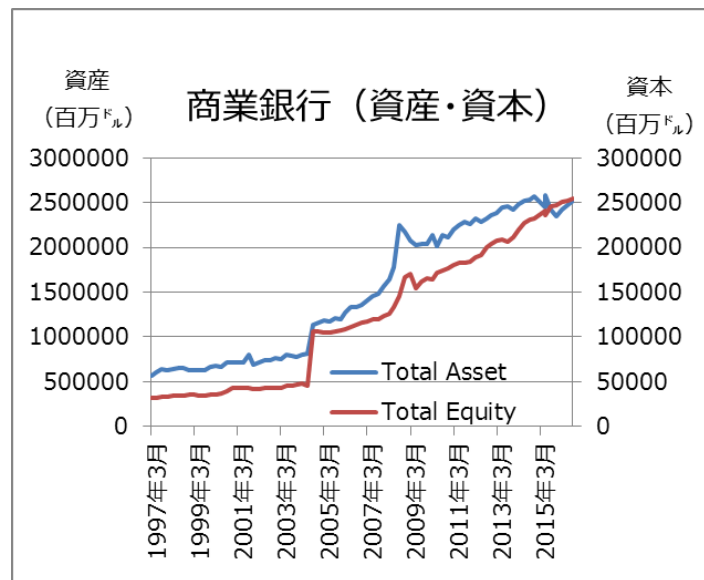


➤ 金融政策に囚われすぎない

- ①すでにお金は民間に充分すぎるほど存在する。金融緩和が終わったとしても資金が逼迫する状況ではない。
- ②米国の大手金融機関の資本はこの8年で2.5倍になっている。財務は健全で貸し出し余力は大きい。
- ③但し、海外の投資ファンドの多くが日本銀行を「最後の資金の出し手」とみなしていることから、**日銀の出口戦略の議論が目先のバブル崩壊のトリガー**となるかもしれない。

➤ ボラティリティのあやを取らない

- ①市場・業種・銘柄・ファクター いずれも大きく上振れた後の値ごろ感での投資は厳禁。
- ②好機にリスクを取り、悪化時にリスクを落とす、などという機動性に過度に期待しない。
- ③薄く広くリスクを取って、加熱した市場から現金化
- ④大きく上に振れた後は休むも相場



Thomson Reuters よりTAD加工



	投資魅力度	戦略
国内債券	期待値はマイナスだが突発的なイベントでの資産保全効果には期待	金利上昇に対応できるアクティブファンドを探すのは困難。事業債にもイベントが多く、パッシブ主体の運用で充分。
国内株式	期待値はプラスだがマクロ環境の影響を受けやすくボラは高い	特定のファクターリスクを取っている戦略は危険。突然死があるなか集中投資にもそろそろ警戒が必要。アクティブリターンは期待できるものの、ファンド間格差は開く可能性。
外国債券	原資産の期待値はマイナスだが為替効果は当面プラス。ヘッジ外債の期待値はマイナス。	アクティブ戦略にとっては、これから半年程度が一番難しい局面となる。トレンドが出れば勝ち方も見えてくるので年後半以降のアクティブに期待。クレジット投資については好調な景況感と低金利を背景とした新規発行が増加している。株式同様に個別銘柄の精査が重要な局面になる。
外国株式	期待値はプラス。主要市場である米国とドイツの景況感が強い。ボラは今後上昇する可能性がある	β ではなく個別企業の業績に投資できる市場。但し足の速いヘッジファンドとの競争になるので、短期的なテーマへの追随は禁物。今後ボラティリティが上昇する局面では足元で苦戦している低 β 型戦略の魅力が増す。
エマージング	トランプ政権下での不透明要因が凝縮する市場。政局不安も散見され、株式・債券とも経済ファクターやバリエーションのみでの投資判断は困難。	
株式系ヘッジファンド	市場中立型ではなく、やや β リスクをとるロングショート型ヘッジ。M&Aアープは規制緩和の恩恵もあり期待するもリスクも高い。トランプ政権の政策はテーマが明確なため個別リスクが取りやすい。	
債券系ヘッジファンド	クレジット β の魅力はそろそろ天井。クレジット α は流動性に留意。金利戦略はまだ早い。世界的に異次元の金融緩和からの脱却となるため過去のモデルへの親和性は低いことに注意。	
その他	ヘッジスキームやテールリスク対応戦略は、一時的な大損覚悟。逆張り戦略は原則不可。流動性のない非金融資産投資は米国短期金利の上昇時の逆ザヤを意識すること。商品系ファンドはインフレヘッジと割り切った投資であれば可。	



まとめ

【前提】

- 2009年以降の過剰流動性供給により企業に留保された現金の行方が世界を動かす。
- 米国の政策の方向性は過去8年の延長線上にある
- 産業構造にはかつてない大きな変化が始まる
- 地政学的リスクはより地域に特化し恒常化する
- 中央銀行の課題はデフレからインフレへ転換

【2017年度の視点】

- 投資対象の分散と機動性を担保した戦略
- ポートフォリオリスクを抑えつつもエクスポージャーは維持
- ファクターリスクをとった定量モデルには短期的に大きなリスクが発生
- 債券への値ごろ感での投資は危険

【今後2-3年の視点】

- アメリカンバブルの可能性と米国の経常収支の改善とドル高
- アメリカ一人勝ち経済が招く、世界経済の亀裂
- ニューノーマル論の崩壊とインフレ経済への回帰
- 日本の円安と金利高と財政収支の悪化



- 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。
- 「シティグループ・グローバル債券インデックス」(WGBI指数)はCitigroup Index LLCが作成、公表しており、著作権はCitigroup Index LLCに帰属しています。Citigroupは当資料に掲載されたWGBI指数およびWGBI指数に基づいて計算されたいかなるデータに関しても、明示的にも暗黙にも正確性、完全性、信頼性、有用性の保証を表明するものではなく、それらについて一切の責任を負いません。WGBI指数のデータの再配布や、他のインデックス、有価証券、金融商品の基準として使用することを禁止します。当資料はCitigroupによって承認、審査、作成されたものではありません。
- 「NOMURA-BPI (総合)」は野村證券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村證券株式会社に帰属しています。
- 「TOPIX」は株式会社東京証券取引所の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は株式会社東京証券取引所に帰属しています。
- 「MSCI」はMSCI Inc.の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はMSCI Inc.に帰属しています。
- 「S&P500指数」はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスに帰属しています。

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