



資産運用セミナー

『2015年の年末相場を考える』

(株)銀座なみきFP事務所

2015年10月19日



本日の予定

『2015年の年末相場を考える』

- **2015年の年末にかけ世界経済はどう動くか**
14:00~14:50
- **2015年の年末相場見通し(株、コモディティ、為替、ヘッジファンド)**
14:50~15:20
- **ポートフォリオ事例および具体的な組み入れ商品の解説**
15:20~15:50



昨年からの動き

□CRB指数の推移

□新興国株指数の推移

□NYダウの推移

□貴金属相場・穀物相場

□米国雇用統計

□先進国長期金利



2015年末の世界経済見通し

□米国経済の注目ポイント

1.GDP成長率は徐々に低下傾向

4-6四半期速報値(+2.3%)⇒4-6月期確定値(+3.9%)に修正

7-9月期の予想は徐々に低下、アトランタ連銀のGDPナウでは+0.9%

⇒原油安、ドル高の影響か・・・

2.FRBによる金融政策

⇒FRBが保有する国債やMBSは基本的に償還まで保有

⇒ゼロ金利解除の時期

→12月あるか・・・そもそもできるのか？



2015年末の世界経済見通し

□米国経済の注目ポイント

3. 企業業績に暗雲漂う...

⇒1-3四半期企業業績は2%増益

⇒4-6四半期企業業績は1%増益

⇒7-9四半期は▲5%程度との予測

米国経済

米国の企業業績は

・2015年7-9月期は5%程度の減益か・・・

⇒2014年10-12月(+7%)、2015年1-3月(+2%)、2015年4-6月(+1%)

ドル高の悪影響

ドル高

→ 輸出の伸び悩み

→ 企業業績の停滞

原油安の悪影響

エネルギー
価格の下落

→ エネルギー関連企業
の売り上げ減少

→ 企業業績の悪化

一方で内需型企業にとっては
追い風、今四半期がボトムか・・・



米国経済

ゼロ金利政策の解除時期

参照データ

- ・FRBのインフレ目標は2%
- ・直近のインフレ率
1.8%(コアPCE指数8月)

- ・9/24イエレン議長発言。『年内の利上げが適切』
⇒『物価目標2%に復帰するとの見通しが立てば、
年内利上げの必然性が高まる』
- 10/2発表の9月雇用統計は悪化(3か月平均16.7万人)
⇒9月は+14.2万人(新規雇用者数)
7月は+24.5万人⇒+22.3万人に下方修正
8月も+17.3万人⇒+13.6万人に下方修正



米国経済

ゼロ金利政策の解除時期

米国の雇用とインフレ率
を見ながらFRBは決める

明るい見通し

1. 米国の個人消費
2. 企業業績の回復傾向

暗い見通し

1. 中国経済の減速
2. 新興国経済の減速



米国経済

ゼロ金利政策の解除時期

- ・ゼロ金利解除時

- ⇒中国経済減速の影響も見なければならない

- ⇒10月、11月の雇用統計は重要、数字によっては
さらに見通しを立てづらくなることも・・・



米国経済

良いシナリオ (40%)

- ・中国減速するも、小出しの対策が奏功し、公称7.0%程度
(実体6%弱)成長を維持する
- ・米国の雇用は9月を底に回復、10月、11月ともに18万人以上の新規雇用を確保

10月

12月

3月

4月



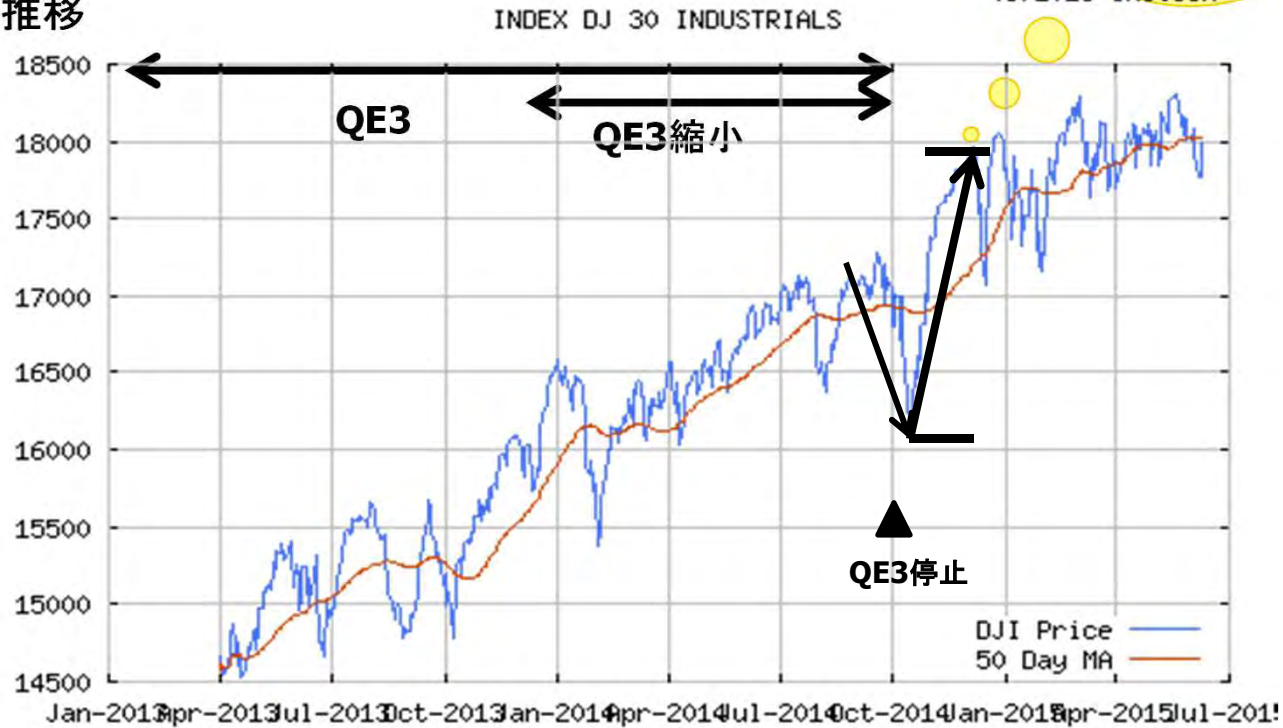
本命 対抗

米国経済

利上げが米国株に与える影響は？

QE3 停止直後に
振幅の拡大あるが
その後は上昇

NYダウ2年推移



↑
2013年1月

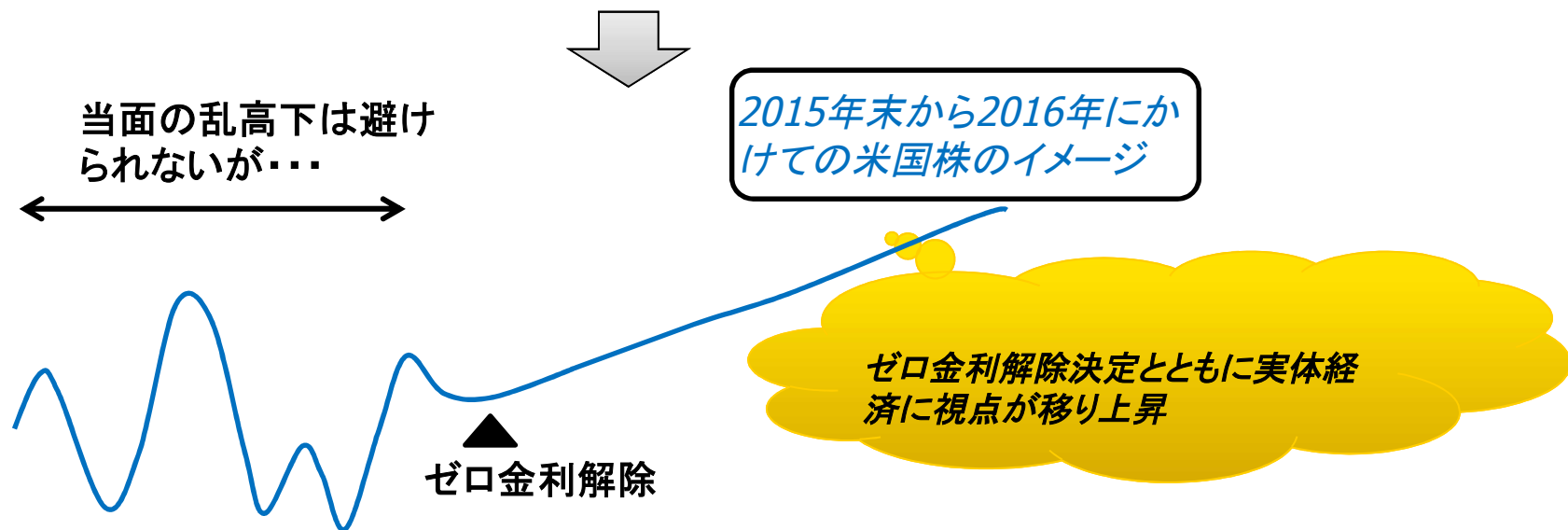
↑
2014年1月

グラフはION社サイトより転載

米国経済

ゼロ金利解除と米国経済

1. そもそも景気が良いからゼロ金利が解除できる
2. 中国の減速も想定内に収まる





米国経済

悪いシナリオ(60%)

- ・中国減速がより明確になり、今年目標7.0%は未達、
実体は4%台の成長にとどまる。
- ・米国の雇用も徐々に悪化、新規雇用者数が10月、11月と
連続で10万人増程度にとどまる

10月

12月

3月

4月

利上げのめど立たず...





米国経済

ゼロ金利解除と米国経済

1. 米国の景気減速
2. 中国の減速も顕著

このシナリオは相場に十分織り込まれていない、従ってまだ株は下がる



2015年末から2016年にかけての米国株のイメージ





米国経済

総括

・過去の米国景気回復期間(戦後の平均は約60か月)

1945年→37か月

1975年→58か月

1949年→45か月

1980年→12か月

1954年→39か月

1982年→92か月

1961年→106か月

1991年→120か月

1970年→36か月

2001年→60か月

2009年9月～2015年9月(73か月)

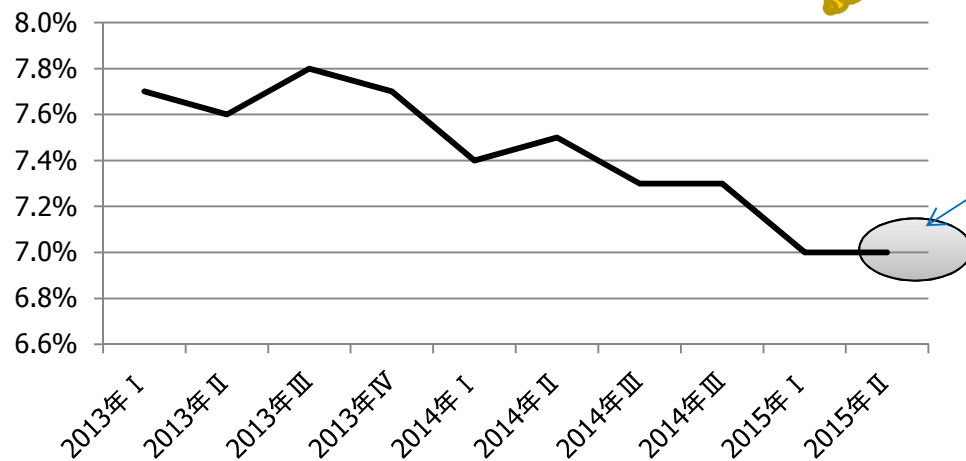
少なくとも景気減速には注意すべきだろう

中国経済

直近の四半期GDPの推移

(単位: %)

GDP成長率



今年度の目標
は7.0%

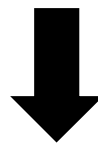
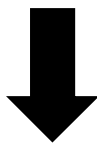
4-6月期7.0%

中国経済

2015年末から2016年初の懸念事項

公称7.0%成長を目標とするも..
実体は5%台後半ではないか..

2009年4兆元経済対策



過剰なインフラ

企業の設備過剰



経済失速のリスク

・利下げ・預金準備率の引き下げ
・財政出動 ・不動産規制緩和



資産バブル誘発
のリスク

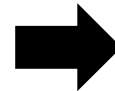
従って、小出しの経済対策しか打てない



中国経済

□短期的な不安要因

- ・企業部門の過剰な設備
- ・地方政府が行った過剰なインフラ投資



GDPに占める固定資本形成の比率が50%に迫る
Cf: 日本最盛期34%

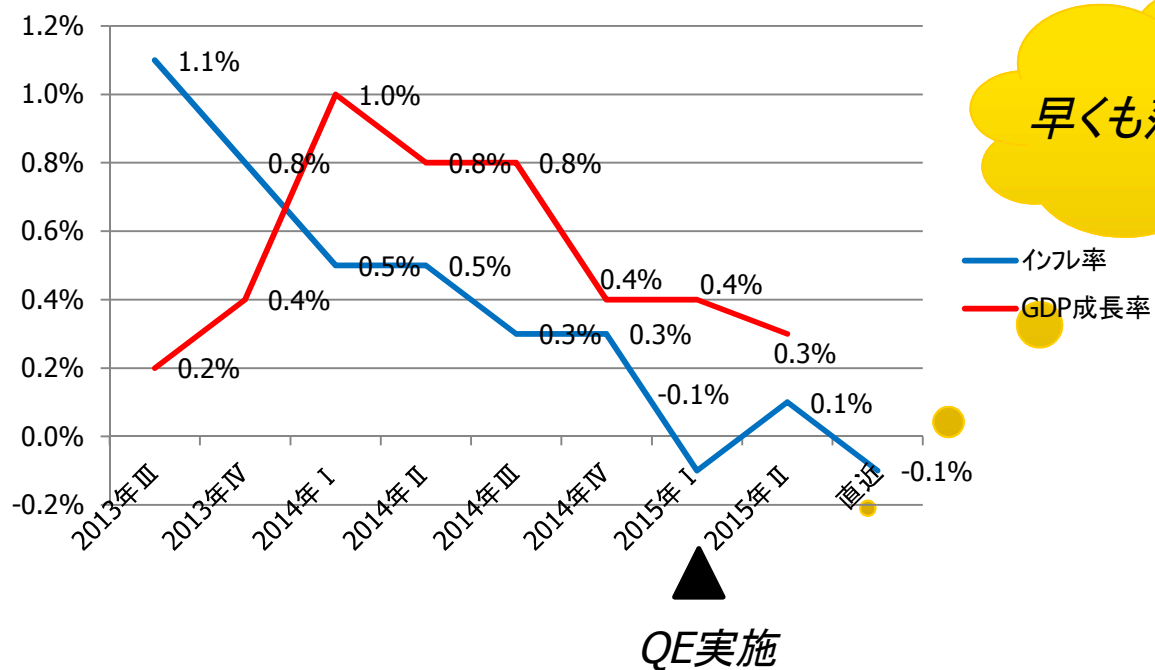
□中・長期的な不安要因

- ・賃金の上昇による民間企業の競争力の低下
- ・生産年齢人口の減少
- ・人口増加のピークアウト
- ・富の集中と格差拡大
- ・政府の債務急増(2013年末で1100兆円)
うち600兆円は地方の債務

今後しばらく実体5%台後半の低成長が続き、さらにその先は4%台に下がるのではないかと

欧州経済

QE効果早くも薄れる、GDP成長率も黄信号



早くも薄れたQE効果

(JETROデータに基づき弊社作成)

注) いずれもユーロ圏データ、インフレ率は各四半期末時点の数字



欧州経済

4月以降急騰する欧州金利

欧州の懸念

1. 中国の減速

⇒最大の輸出相手

2. VWの問題

⇒他の自動車メーカーに波及、ドイツ全体の問題へ・・・

QE追加の可能性大



欧州経済

総括

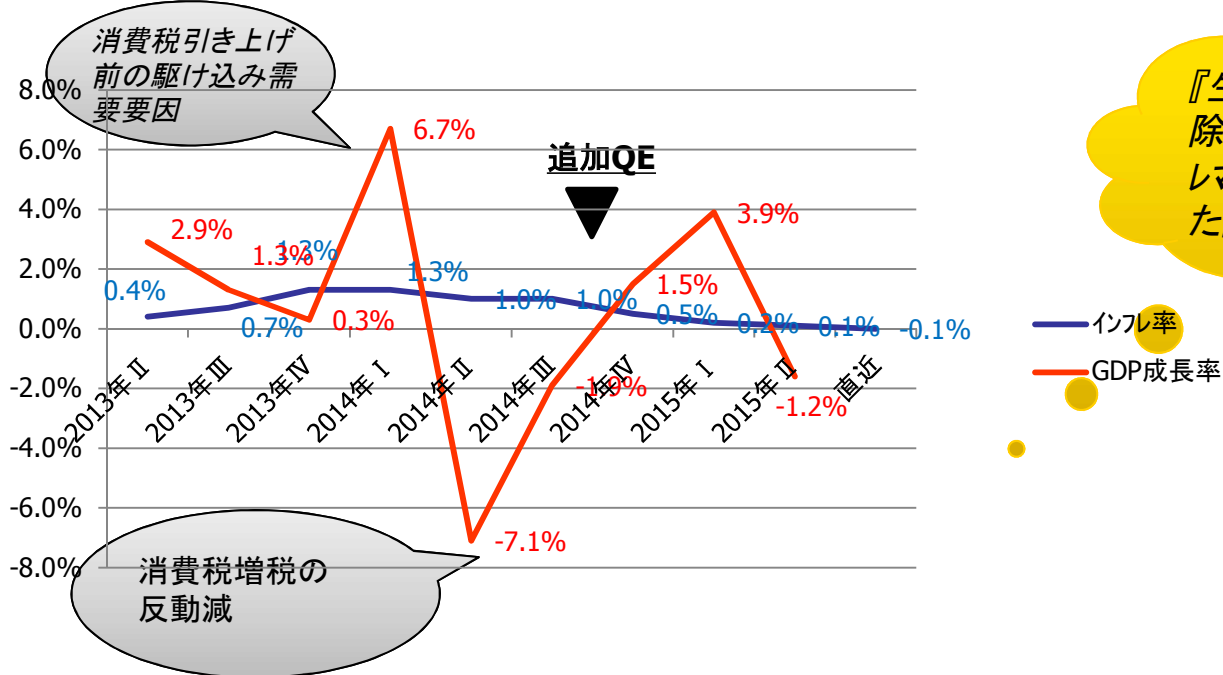
- ・追加QE実施の可能性がある
- ・その場合経済成長率はプラスを維持できる



- ・1%以下の緩やかな経済成長
- ・0.5%以内の低インフレ
- ・企業業績は7%前後の増益
- ・中国減速で相場の上下動は激しい

日本経済

四半期ベース、インフレ率およびGDP成長率推移



『生鮮食品とエネルギーを除くと1%を少し超えた、デフレマインドはかなり変わってきた』(10/7黒田総裁)

(統計局データに基づき弊社作成)

注)インフレ率は各四半期末時点の数字、
なお増税の影響は除外



日本経済

日本経済の懸念

1. 中国経済の減速

- ・大企業製造業DI(前回15⇒今回12)
- ・8月の鉱工業生産指数、前月比▲0.5%

2. 個人消費の伸び悩み

- ・食料品価格の上昇で、実質的な消費は伸び悩んでいる
- ・好調な企業業績にもかかわらず、賃金の上昇が遅い



日本経済

日銀は追加QQEをやるか？

⇒年内は無いと思う

理由1: 生鮮食料品を除くインフレ率は▲0.1%まで下落したが、

生鮮食料品とエネルギーを除くインフレ率は+1.1%まで回復した

理由2: 好調な企業業績

理由3: 中国減速はあるが、先進国経済は比較的好調を維持



日本経済

日銀は追加QQEをやるか？

このような条件がそろうには
一定の時間がかかる、従って
追加QQEがあるとすれば年明
け以降だろう

⇒実施するとすれば1月or3月

条件1: 中国経済減速⇒他の新興国から先進国へ連鎖

条件2: 企業の設備投資の下方修正、企業業績の下方修正

条件3: インフレ率の低下(特に生鮮食料品とエネルギーを除いた
ベースで)



日本経済

年末から年明けにかけての為替は・・・

- ・1ドル = 120円 ± 5円で当面推移

⇒FRBのゼロ金利解除までは膠着、その後は混とん

- ・日銀のQQEは本来円安要因ではあるが・・・

⇒予測は難しい

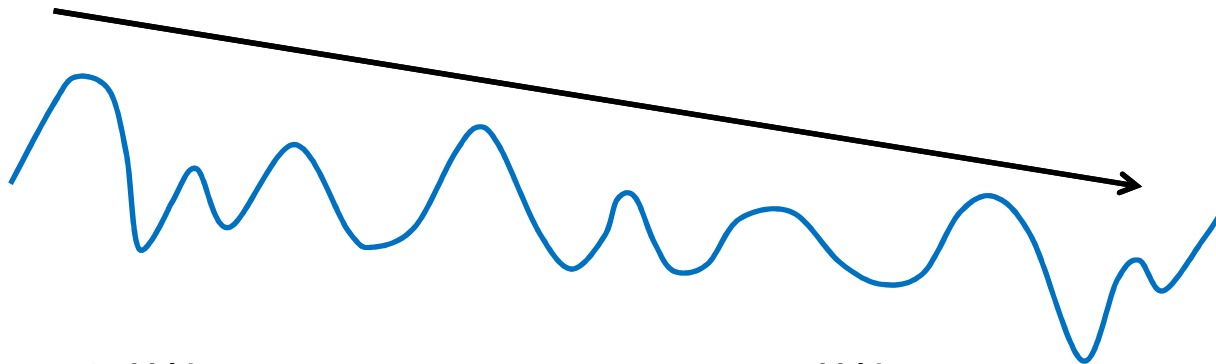
- ・円高要因: 世界経済減速 → リスクオフの円買い

- ・円安要因: 円供給量の拡大 → 円売り

日本経済

数四半期下押しの圧力がかかるが、
世界には中国の減速を前提とした新
秩序が生まれる、**景気後退には至らな
い**

年末から年あけ日本株のイメージ



□好材料

- ・1ドル=120円を超えた円安
- ・年明け追加QQEの可能性
- ・日本企業の競争力拡大

□悪材料

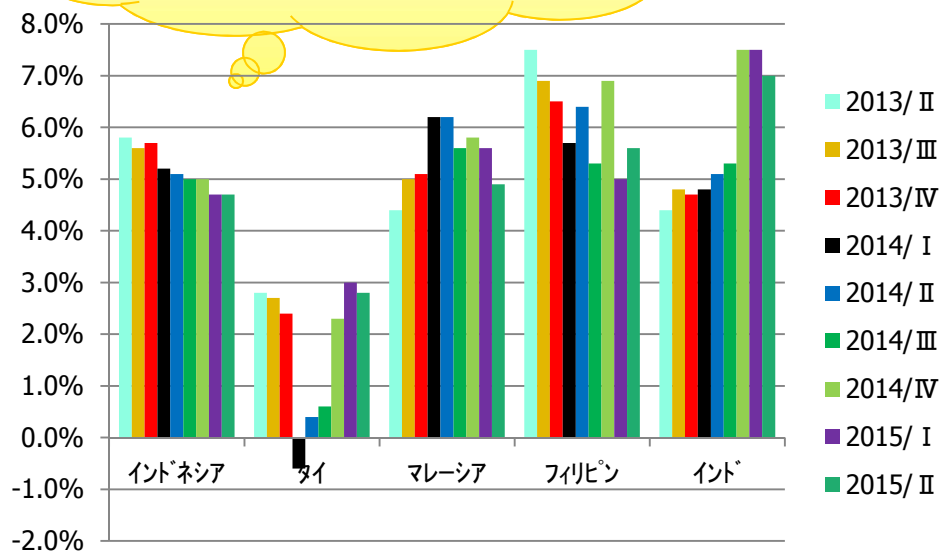
- ・FEBによるゼロ金利解除を巡って相場振動
- ・中国経済の減速が世界経済に波及

新興諸国の経済

アジア主要新興諸国の直近経済成長率比較

回復組: フィリピン
停滞組: タイ、インド、インドネシア
減速組: マレーシア

ただし総じて高い成長性を保つ

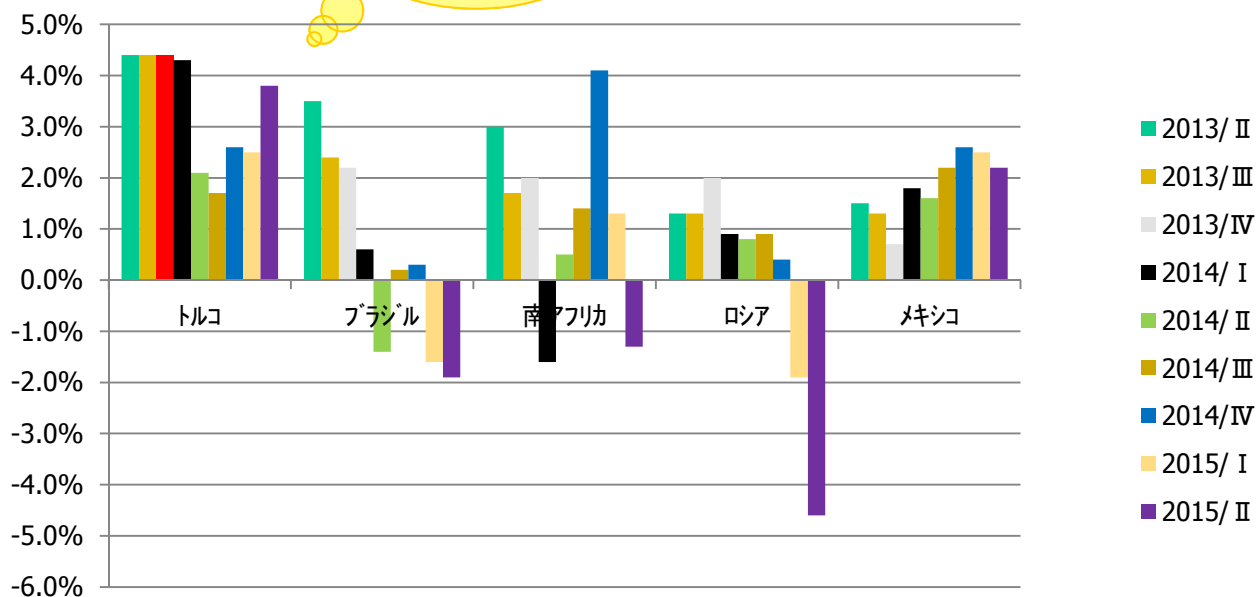


新興諸国の経済

その他主要新興諸国の直近経済成長率比較

トルコ、メキシコ以外は減速著しい
ブラジルは景気後退へ

資源価格の
下落と政情不安



新興諸国の経済

2013年のバーナンキ・ショック 再現はあるか...



新興国株価指数

QEの縮小



ドル流通量の減少



新興国からの
資金の引き上げ



新興国資産の
相場下落

仮に12月FRBが
ゼロ金利を解除す
れば...

新興諸国の経済

バーナンキ・ショック再現はあるか・・・



新興国株価指数

仮に12月FRBが
ゼロ金利を解除す
れば・・・



成長力が弱く、かつ経常赤字率が
大きな国⇒**ブラジル**、**南アフリカ**へなどの
影響には要注意、**原油依存度**の
高い国(**ロシア**、**ベネズエラ**など)も心配、
ただしアジアは大丈夫だろう



新興諸国の経済

ほかに警戒すべき国は

□主要経常赤字国(2014年データ、対GDP比)

- ・南アフリカ($\Delta 5.4\%$)
- ・トルコ($\Delta 5.7\%$)
- ・ブラジル($\Delta 3.9\%$)

- ・インドネシア($\Delta 3.0\%$)

■改善した国

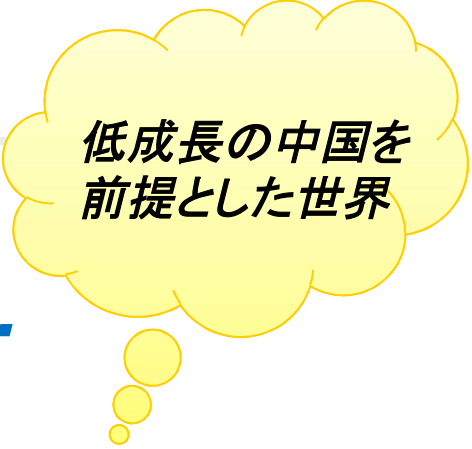
- ・インド
- ・マレーシア
- ・フィリピン



新興国は一括りに
考えてはいけない



新興諸国の経済



低成長の中国を
前提とした世界

総括: 米ゼロ金利解除を織り込んだ後は・・・

中国減速の影響を引きずるが、いずれ
新しい秩序が生まれる

⇒ **経常赤字国**や**資源依存国**は低成長時代へ

⇒ **ASEAN**は逆に安定成長に向かう

ただし全体として向こう数四半期は減速傾向



2015年末から来年初めにかけての世界経済見通し

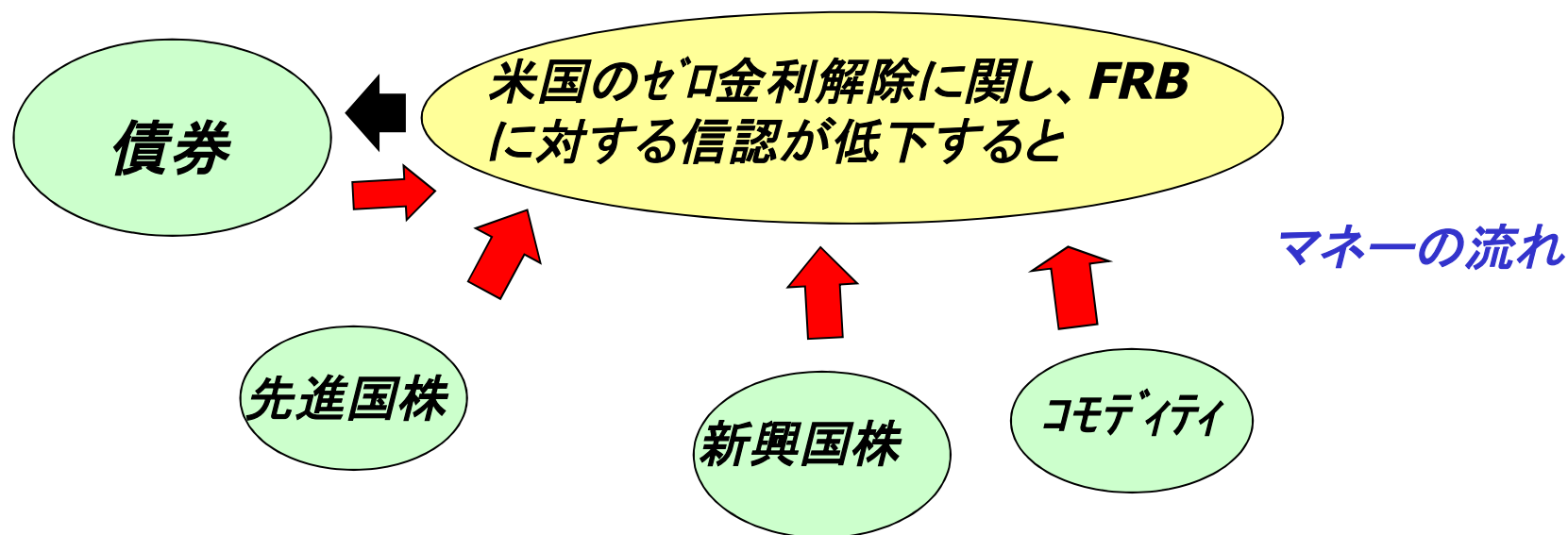
総括

- ・**米国**の成長力は弱まる、企業業績は増益に転じるも、勢いは強くない
- ・**日本**もやや下向きの圧力を受ける、**2015年3月期**の企業業績に下方修正が目立ち始める
- ・**欧州**はギリシャ不安に続く中国減速の影響を受け始める、追加QEあるも成長率は水面上ギリギリまで下がる
- ・**中国**は減速続き公称**7.0%**成長維持不能、**新興国**は総じて減速するも、国によるバラツキ拡大

2015年末から来年初めにかけて の世界経済見通し

向こう数四半期の懸念事項

1. 米国の金融引き締め観測は、市場との対話を誤ると**2013年型の波乱**もありうる、ゼロ金利解除と共に収束





2015年末から来年初めにかけての世界経済見通し

向こう数四半期の懸念事項

2. 中国経済が思いのほか急減速した場合・・・

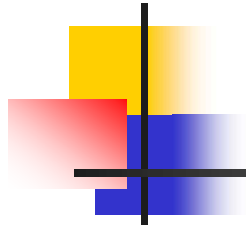
⇒政府は**制御可能**、この可能性は低い

3. 資源国経済の混乱

⇒いくつかの資源国で**財政不安**、

⇒ロシア(1.7兆円)、サウジ(6兆円)、ノルウェー(500億)などが**SWF資産**の売却

中国の財政問題、日本の財政問題、欧州の統合通貨問題は深刻ではあるが、近々のテーマではない

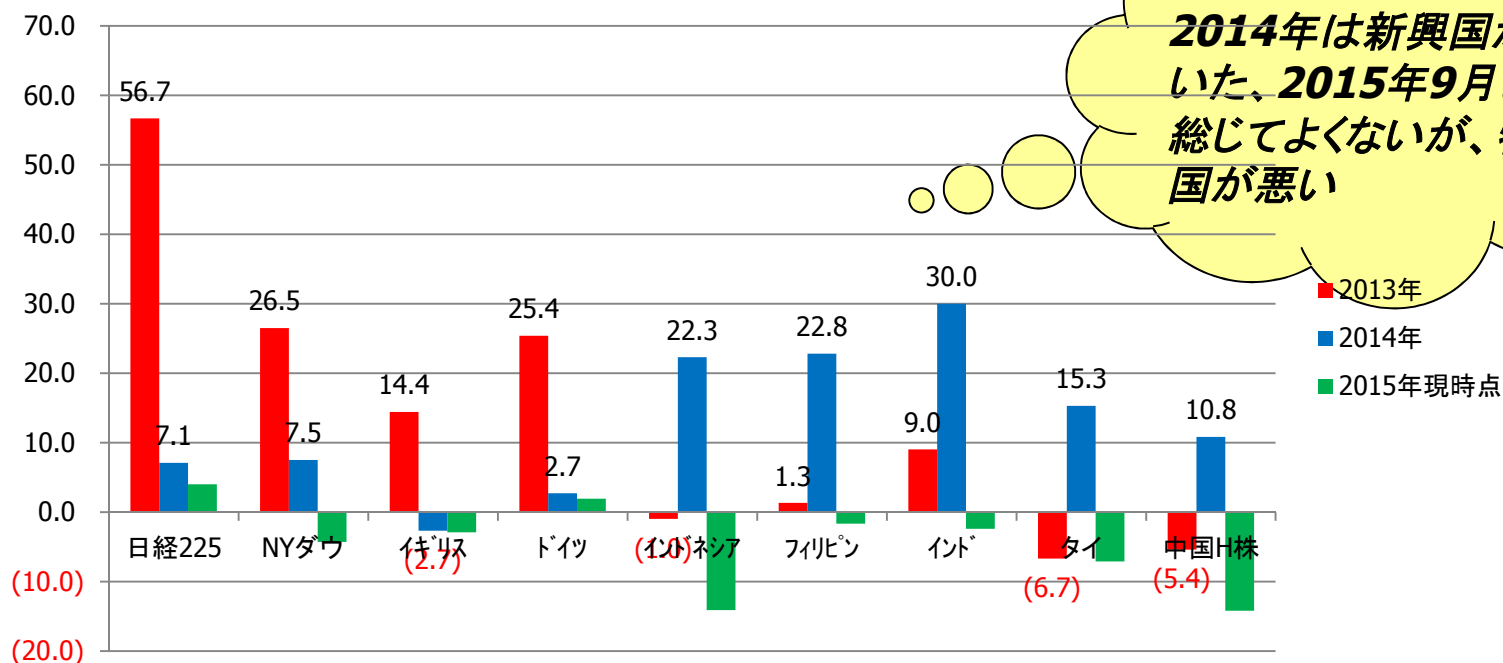


2015年末から来年初めにかけての相場予想

2015年末から来年初めにかけての株価予想

昨年来の主要国年間株価騰落率

(単位: %)



2013年は先進国優位、
2014年は新興国が追い付いた、
2015年9月までは総じてよくないが、特に新興国が悪い

2015年数字は10月9日時点の数字

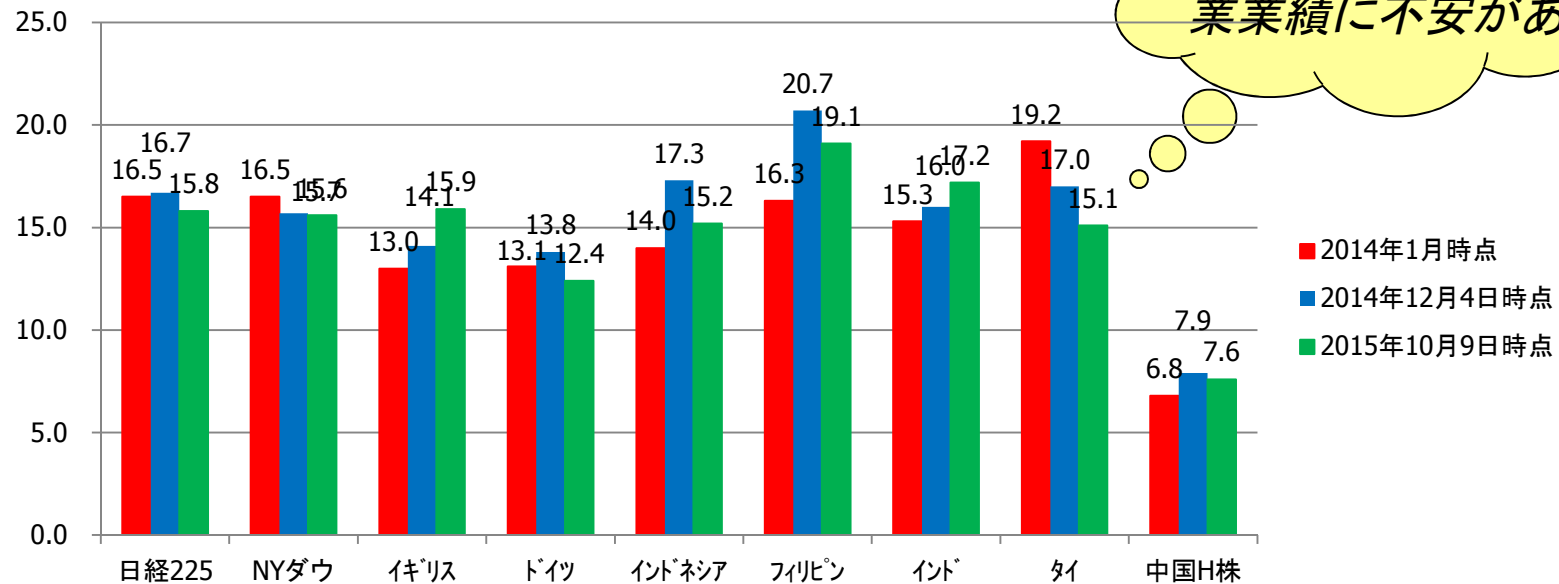
弊社作成

2015年末から来年初めにかけての株価予想

現時点での主要国予想PER

PER

(単位:倍)



PERは正常の範囲だが、その前提となる企業業績に不安がある



2015年末から来年初めにかけての株価予想

先進国株

- ・**米国**経済は減速傾向 →**10-11月の雇用統計**によっては年内利上げできない可能性あり、**向こう数四半期は下値をやや切り下げながら推移**(ただし利上げ見送りは株価のサポート要因、従って大きな下落はない)
- ・**欧州**は追加**QE**可能性高いが、株価を上げるには力不足
→**当面は狭いレンジのボックス圏を想定**
- ・**日本**経済は**7-9月期**もマイナス成長の可能性高いが、追加**QQE**は年内ない、企業業績の下方修正に注意！
→**米株同様下値切り下げながら推移**



2015年末から来年初めにかけての株価予想

新興国株

□ASEAN+インドは底堅い

□波乱要因は常に意識、**新興国のなかでもバラツキがでるだろう**

- 本命は**ASEAN**
 - ⇒ 好況続く**フィリピン**、政情の安定を前提に**タイ**、
- **メキシコ**は原油相場の下落を上回る好環境、
- **ブラジル**、**南アフリカ**、**ロシア**は政情不安による低迷
- 新政権の経済改革期待で**インド**は長期的に期待したい

2015年末から来年初めにかけての株価予想

新興国株

インド
メキシコ
フィリピン
タイ

中間組

インドネシア
マレーシア

やや下落組

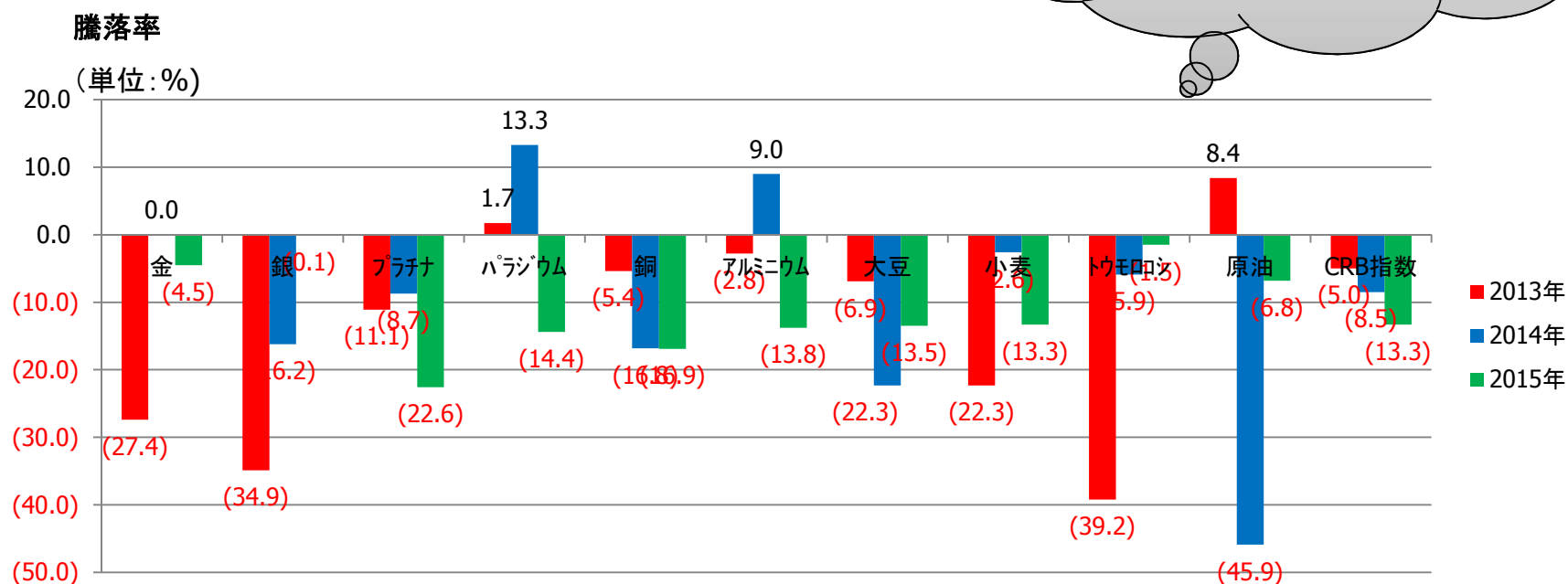
ブラジル
ロシア
南アフリカ
トルコ
アルゼンチン

危険組

2015年末から来年初めにかけての相場予想

昨年来のコモディティ騰落率

今年はほぼすべてが下落、ただし底は打った

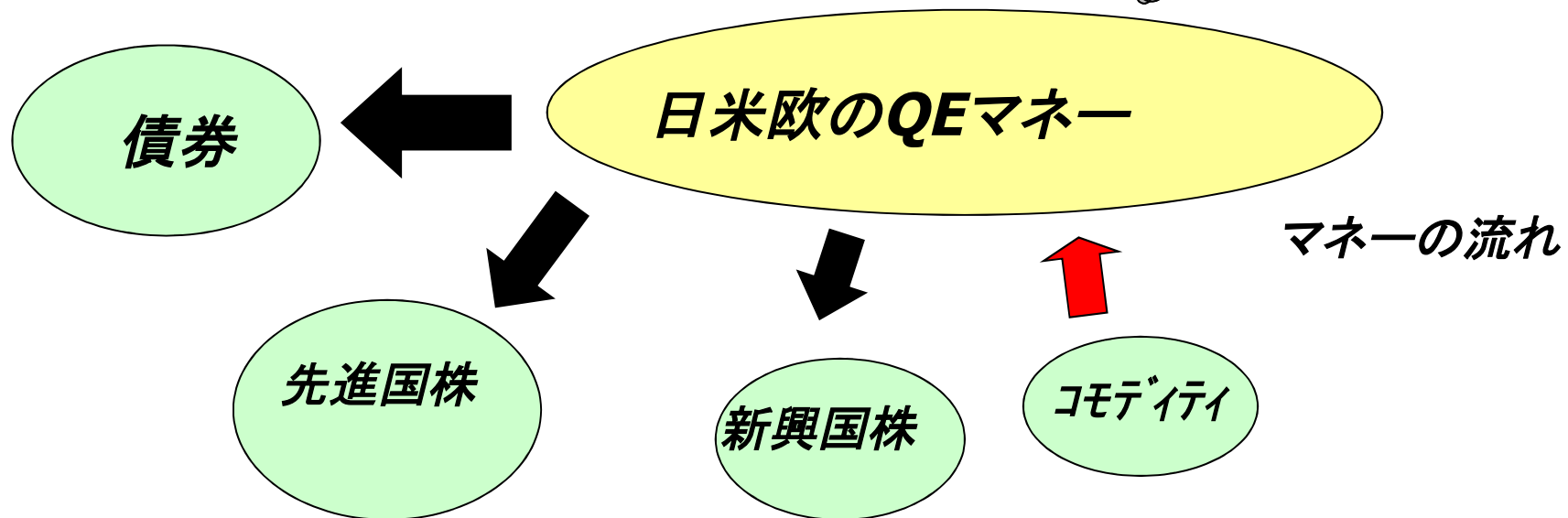


2015年末から来年初めにかけての相場予想

コモディティ

右記2要因の
大きさがわかる

コモディティのみ3年連続でマネー流出、
中国減速 & シェールオイル



2015年末から来年初めにかけての株価予想

コモディティ

直近2年間の金価格推移

□ 金 (Gold)

金の採掘コスト
1オンス=1200ドル



Kitco社サイトより

2015年末から来年初めにかけての相場予想

コモディティ

直近2年間のプラチナ価格推移

□ プラチナ



プラチナの採掘コスト
1オンス=1400ドル

50%
ラント安

ラント安調整後
1オンス=950ドル

Kitco社サイトより



2015年末から来年初めにかけての相場予想

コモディティ(貴金属)

□なぜ採算割れレベルまでプラチナは売られるのか？

⇒①ドル高、ランド安、ドル換算した採算コストの低下

⇒②QE縮小と利上げの先読み

⇒③ロシア財政悪化から国家備蓄放出観測(cf;金)

⇒④南アフリカでストがしばらく起きていない

⇒⑤VW問題

⇒⑥心理的効果(上がらないから買わない、買わないから上がらない…)

→逆張り(誰も見向きしないときにガマンして持ち続ける)

2015年末から来年初めにかけての相場予想

コモディティ

□ その他

・非鉄金属は今度しばらく期待できない

⇒中国経済の減速、同国での過剰在庫、グレンコアの経営不安

・穀物はお天気次第

⇒昨年は史上最大の豊作による急落、今後はどうか？神のみぞ知る・・・

米と豪で高温・乾燥傾向で上昇傾向

・エネルギーはWTIで40-60ドル程度、40ドル割れはチャンス

⇒OPECとシェールの体力比べ、イランへの経済制裁解除が波乱要因か？



2015年末から来年初めにかけての相場予想

為替と債券

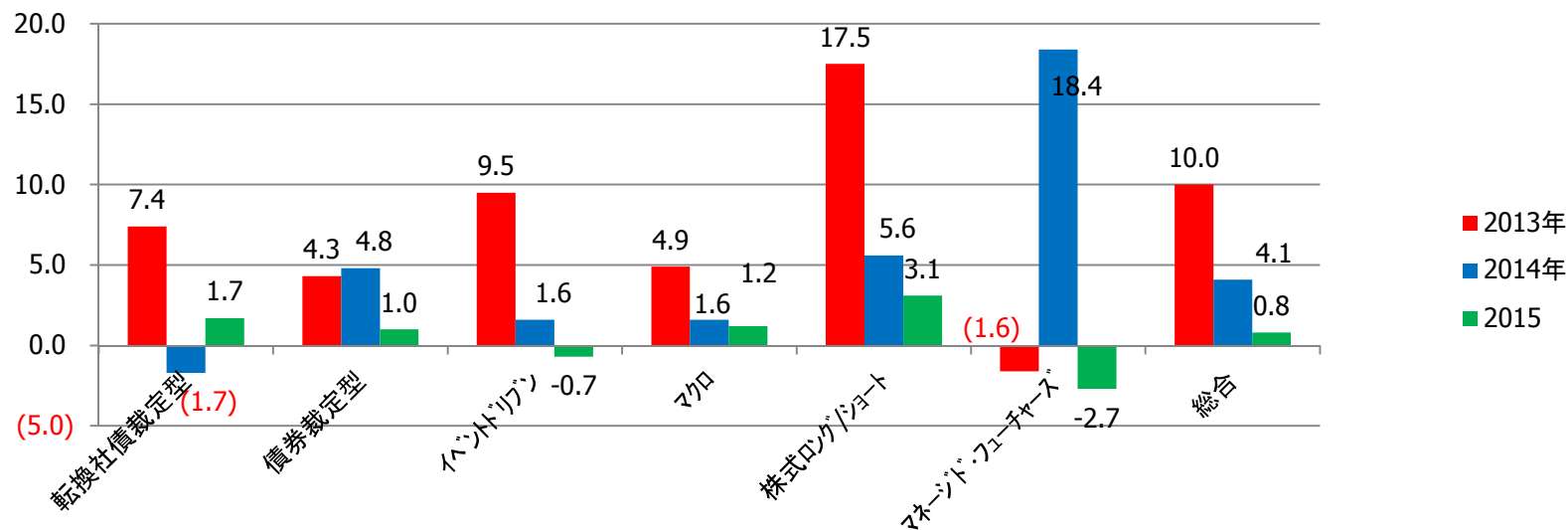
- ・世界経済には常に中国発の下押し圧力がかかる、しばらく金利は低迷が続く
⇒むこう数四半期はしばらく金利は低迷が続く
- ・米国利上げ実施まで**120円±5円**で膠着、ただしゼロ金利解除以降は混とん、急な円安、急な円高もある
- ・新興国はバラツキがあるが、米ゼロ金利解除によって経常赤字国の通貨は一時的に**大きく売られる**可能性

2015年末から来年初めにかけての相場予想

昨年来のヘッジファンド戦略別騰落率

昨年はマネージド・フューチャーズが健闘

年間上昇率
(単位: %)



Credit Suisse ヘッジファンド指数を用い弊社作成

2015年数字は1月～8月の累計

2015年末から来年初めにかけての相場予想

ヘッジファンド

マネージド・フューチャーズの要因分析

短期運用部分の収益は改善



年末も期待薄

市場のトレンドは回復傾向



トレンドは出そうもない

市場間の相関性は期待薄



下期も同程度

中期のトレンド・フォロワーにとって、しばらく
厳しい時期が続くだろう、ただし**短期のトレンド
フォロー**や**ボラティリティ・オリエンテッド**の
ファンドには有利

2015年末から来年初めにかけての相場予想

来年のヘッジファンド投資戦略

標準型

株とコモディティ

ヘッジファンド

景気に対して弱気型

株とコモディティ

ヘッジファンド



最後に2015年末相場の懸念事項

□ 米国の金融政策

- ・2015年12月もしくは2016年1月にFRBは金融引き締め^{金融引き締め}に転じる見込み、市場にどう織り込ませるか、タイミングと発言の強弱によって2013年型動揺^{2013年型動揺}ある
- ・ただし利上げが2016年3月以降にずれ込む可能性も十分ある、その場合相場は混とんとする

□ 中国減速の問題

- ・想定以上に減速が明確になる可能性⇒株価や商品相場の波乱要因

□ 連鎖的に資源型新興国が危機的状況に陥る可能性

□ 逆に米国が利上げできない可能性

- ⇒過剰なマネーの歪みはいずれどこかで訂正される、中国か、米国か、日本か・・・際限なくマネーが増殖する可能性



2015年末の投資戦略総括

□ 基本的な考え方

- ・先進国株のウェイトを、新興国株に対して高める
- ・一方でマネー供給過多や信用不安からくる混乱にも配慮し、現物資産への配分を常に意識しておく
- ・ヘッジファンドで相場の継続的下落リスクを相殺
- ・次の経済混乱の震源はどこか、米国か、日本か、中国か、再び欧州か・・・予想は困難、地理的分散にも配慮しておく

地理的分散と質的分散

地理的分散と、
質的分散に尽きる

サイクル性資産

株式とコモディティ系資産

短所: 景気循環に沿って、3年～
5年程度のサイクルで大きく
上下動。価格変動リスク
長所: 信用リスクは比較的小さい
上昇時のリターンは圧倒的

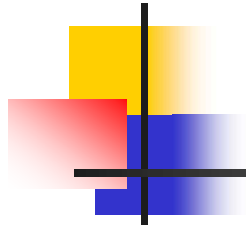
非サイクル性資産

マネージド・フューチャーズ

短所: 運用会社の信用リスク
長所: 景気循環と関係ない安定
した運用成果を得られる可
能性がある

不動産や貴金属の現物

国内外の不動産や貴金属地金、ジュエリー、クラシック・コインなど



ポートフォリオの事例



ポーオフォリオの事例

□コモディティINDEXあれこれ

CRB、DJ-UBS、GSCI、RICI、DB・・・

農産物、貴金属、非鉄金属、エネルギー・・・

□ETFあれこれ

- ・国内ETF

- ・海外ETF(国内ネット証券で買えるもの)

- ・海外ETF(国内ネット証券で買えないもの)

□ヘッジファンドあれこれ

- ・オフショア・ファンド

- ・国内で買える銘柄

ポーオフォリオの事例

□クラシック・コイン

- ・17世紀以降のイギリスコインは割高
- ・神聖ローマ帝国、ターレル銀貨、ダカット金貨
- ・古代ギリシャ・ローマ
- ・旧スペイン・ポルトガル植民地の金貨...



表



裏



表



裏



ポーオフォリオの事例

ロジュエリー

- ・中国減速でダイヤモンドの相場は下落
- ・カラーストーン、特に非加熱ルビーやスピネルの価格は堅調
 - ⇒モゴック産非加熱ルビー、この10年で3倍、1カラットあたりUSD50,000のせへ...
 - ⇒モゴック産スピネルも1カラットUSD6,000のせ
 - ⇒同ブルーサファイアもUSD15,000のせへ



ポートフォリオの事例

- マネージド・フューチャーズ
 - ・Winton Futures Fund
 - ・Whitehaven Corelation Fund
 - ・LQI
- コモディティ系指数連動型ファンド
 - ・i Shares コモディティ系ファンド
 - ・Power Shares コモディティ系ファンド
 - ・ETF Securities コモディティ系ファンド
- 先進国株ファンド
 - ・ヘルスケア株ETF
 - ・米国増配株ETF
- 新興国株ファンド
 - ・i Shares MSCI Emerging Markets Fund
 - はじめ過不足なく国内証券会社で買える
- インフラ型ETF、オルタナティブETF
 - ・UBS E-TRACS Alerian MLP Infrastructure Index (MLP型)
 - ・ProShares Large Cap Core Plus(130/30型)



どうやって買うか

□ マネージド・フューチャーズ

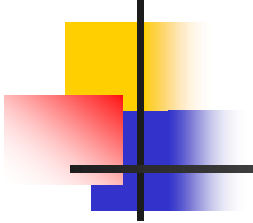
- ・オフショアで直接購入
- ・オフショアのラップアカウント
- ・プライベートバンク

□ コモディティ系指数連動型ETF

- ・楽天証券等ネット証券
- ・海外証券会社
- ・オフショアのラップアカウント

□ 新興国株ETF

- ・楽天証券等ネット証券



最後にちょっと宣伝

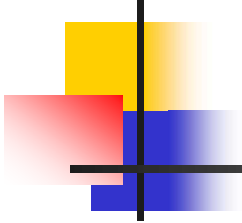
当事務所の「投資助言」サービス、お一人お一人の
適性やご要望をうかがい個別に助言いたします。

□成功報酬型

- ・資産増加額の12%(+消費税)/毎年
- ・そのほか費用は一切かかりません

□定額報酬型

- ・助言対象資産額に応じ、毎年一定の報酬
例2000万円までは100,000円(+消費税)

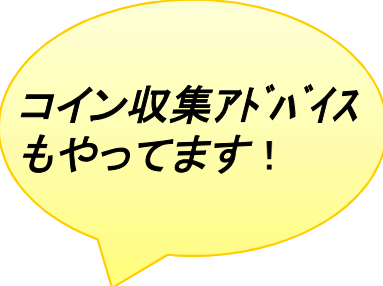


最後にちょっと宣伝

当事務所の「資産運用設計」サービス、お一人お一人の適性やご要望をうかがい、資産全体の配分をアドバイスいたします。

□「資産運用設計」

- ・一年契約
- ・料金は54,000円(税込)



コイン収集アドバイスもやってます!

ご清聴ありがとうございました・・・