

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年4月30日

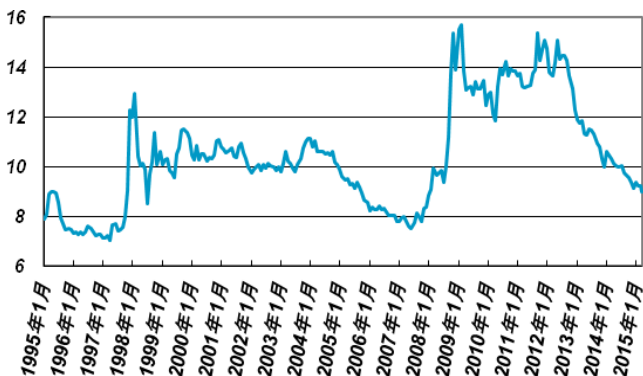
アジアの市場と経済に関する主な見通し

本稿では、アジア市場の 2 つの重要課題に関して当社が最近発表したレポートを紹介する。まず最初に日本のコーポレート・ガバナンス・スタンダードの著しい改善と今後の前向きな動向に注目する。

2 つ目として、中国の重要なマクロ経済改革を取り上げる。2009 年以降、地方政府債務が急速に膨れ上がっていることに投資家は懸念を強めていたが、中央政府はようやくこの問題の軽減に向けた計画を提示した。改革がこの重大な懸念事項の改善に寄与し、将来の経済成長を刺激すると当社は確信している。

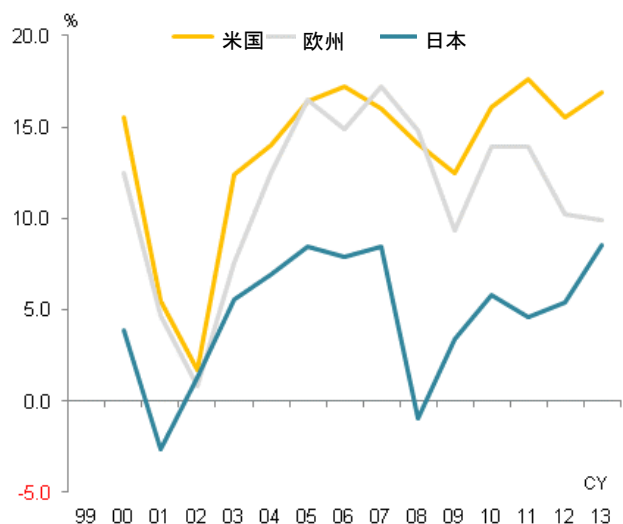
続いて、欧州中央銀行 (ECB) による量的緩和計画の一貫した完遂に対する懐疑的な見通しについて反証を示す。最後に日経平均株価が 20,000 円を超えて上昇する根拠と今後の市場上昇に強気の見方を維持する理由について当社の見解を述べる。

韓国ウォンの対日本円レート (2015年4月23日まで)



出所: ブルームバーグ

グローバル ROE 比較



出所: 日興アセットマネジメント、東京証券取引所に基づく

マーケットウォッチ

当社はこの数年間、韓国ウォンは特に日本円に対して過小評価されていると考えていた。韓国ウォンは日本円に対して 2007 年以降初めて 9 ウォンまで上昇したが、今後さらなる上昇が見込まれる。その理由の 1 つは、韓国銀行はバブル発生を望んでいないため大胆な金融緩和に消極的であることだ。2 つ目として足元のウォン高にもかかわらず、韓国は依然として多額の経常黒字を抱え、GDP に占める経常黒字の割合は昨年が 6.3%、今年は 7% を超える見込みである。中国向けを中心に、輸出は低迷しているものの、コモディティ価格の下落により輸入は輸出を上回る勢いで減少している。最後に前述の点に関連して、米財務省は先日の為替操作に関する報告書の中で韓国の為替介入は不当であると厳しい口調で非難し、介入をやめるよう要求した。マクロ経済の観点から見て、ウォンは対米ドルと日本円でさらに 10% 上昇することが妥当と思われる。

コーポレートガバナンス・コード導入で期待される 日本企業の変化

中野次朗（株式運用部 企業調査グループ
ディレクター）
2015年4月7日

進みつつあるガバナンス改革

安倍首相の成長戦略の目玉である日本企業のガバナンス改革が着々と進みつつある。投資家サイドを対象としたスチュワードシップ・コードが昨年施行され、既に184機関が署名（2015年2月末現在）した。そして、2015年6月、東証上場企業を対象としたコーポレートガバナンス・コードが施行される。

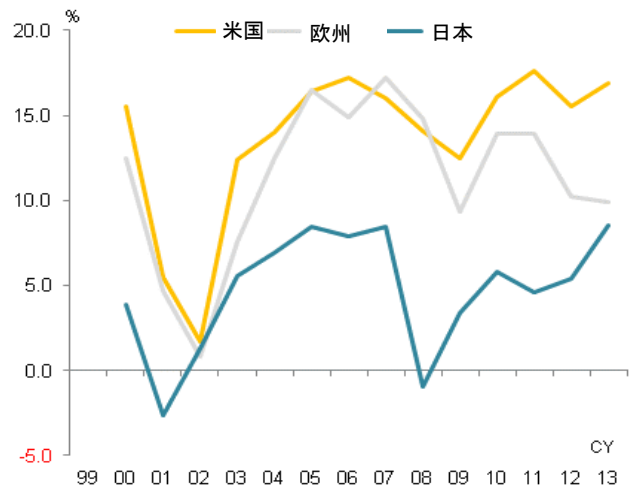
コーポレートガバナンス・コードの原案が既に公開されており、その内容を知る事ができる。欧米型のガバナンスを志向し、基本原則5項目、原則30項目、補充原則39項目と細部にわたっての対応を企業に求める。またアベノミクスの成長戦略と相まって、コードの中に、攻めのガバナンス、企業の中長期の成長への期待が色濃く反映しているのも特徴的である。スチュワードシップ・コード同様、向かっていこうとする方向に異論はない。しかしながら、一方で、OECDのコード等と比較して、原則が複雑多岐にわたり、企業活動がそれによって縛られてしまい、良き多様性が失われてしまうリスクもはらむ。また、良いガバナンスはサステナビリティを担保するが、成長と直結するかどうかは疑問が残る。国内外の投資家は、今回のガバナンス改革に多大の関心を寄せており、このスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを含む改革で、日本企業に今一体何が起きていて、今後、どんな変化が起こっていくのかを考察してみたい。

今、何が起きているか = ROE に対する意識の高まり

2014年は、ROEブームの一年だった。スチュワードシップ・コード導入以外でも、東証のJPX日経インデックス400の組成に始まり、いわゆる「伊藤レポート」（経済産業省）のROE8%、米議決権行使助言大手ISSのROE5%基準の導入等、至るところでROE向上のお題目がうたわれるようになった。日本企業はROEに向き合わざるをえなくなっており、日々の企業との対話（エンゲージメント）においても、ROEがトピックに上がらない事はない。

ROE自体は、90年代から多くの日本企業でKPIの一つとして取り入れられてきており、決して新しい概念ではない。しかしながら、大半の企業で、銀行主導のデット・ファイナンス中心の財務戦略がとられてきた歴史は否定しがたく、資本コストに対する意識は相対的に低かった。私自身は、長年上場企業の製造業で財務・経理を担当してきたが、やはり資本コストや資本効率性に対する意識やそれを高めようとする努力をしてこなかった。それを証明するように、日本企業のROEは90年代以降、継続的に低下傾向にあり、グローバル比較では大きく見劣りする水準で推移している（図1）。

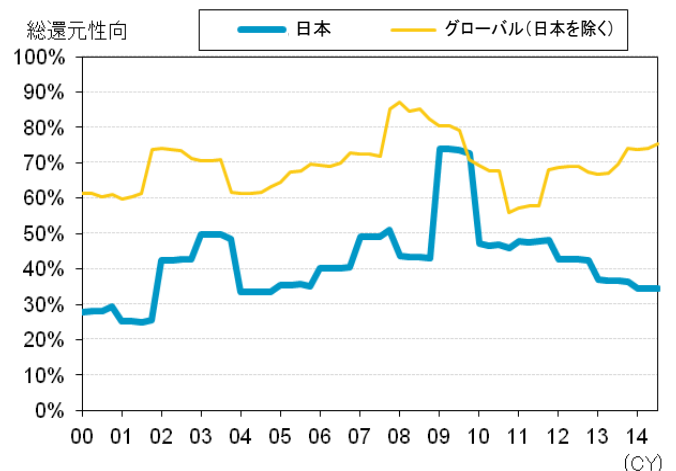
図1: グローバル ROE 比較



出所: 日興アセットマネジメント、東京証券取引所に基づく

昨年来、日々日本企業とエンゲージメントを実施している中で、株主と向き合う企業側の意識の変化を肌で感じている。株主還元に向き合う企業が一気に増加し、ROEのターゲットを掲げてくる企業数も一気に増加している。これまでIRやSRに消極的だった企業の中にも、投資家訪問を始める企業も増えてきている。官主導の横並びの変化とはいえ、企業が株主と向かい合う姿勢を積極化している事と、資本効率向上、株主価値向上を意識する姿勢が高まっている点は、明らかにポジティブな変化であると言える。ただし、こうした意識の変化は、現実的にはまだ数字には表れてきていない。2014年度末のROE予想は約8.3%と、伊藤レポートの最低基準を上回り、上昇傾向にはあるが、この上昇要因は、円安、米国経済の回復といった外部要因に助けられた感が強い。株主還元に関しては、配当性向30%、総還元性向38%前後と過去平均と大きな変化はなく、グローバル比較をした時には、スプレッドは拡大傾向にある。変化が見え始めるのは、これからである（図2）。

図2: 株主還元のグローバル比較（総還元性向）



出所: 日興アセットマネジメント、MSCIワールド・ユニバースに基づく

コーポレートガバナンス・コード導入で期待される 日本企業の変化

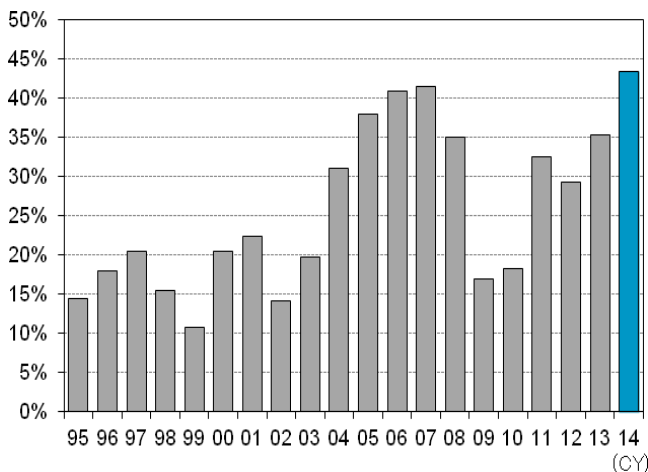
コーポレートガバナンス・コード導入で即効性のある変化と時間を要する変化

2015年6月、東証上場企業向けにコーポレートガバナンス・コードが施行される。ガバナンス向上、資本効率向上に向けた取り組み策等を各社が公表する事になり、大きな注目を集めている。コーポレートガバナンス・コード原案で示されている原則5-2、経営戦略や経営計画の策定・公表が特に注目に値する。

原則5-2「経営戦略や経営方針の策定・公表にあたっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」つまりは中期経営計画を発表し、その中に、収益力、資本政策等の数値目標を示し、その実現の道筋を説明する必要があるというかなり厳しい内容になっている。これに従えば、多くの日本企業が中期的なROEや株主還元を数値目標で提示してくる可能性が高く、その数値は市場を揺り動かす大きなカタリストになりうる。

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入で、日本企業が急激に変貌するという期待がマーケットにはあるが、ここで冷静に判断すべきなのは、即効性がある変化と、かなりの時間を要する変化をわけて考える必要があるという事である。即効性のある変化に関して言えば、株主還元意識の高まりによる増配や自社株買いの急増。日本企業は横並びの意識が強く、また行政の動きやメディアからの圧力に弱い一面があるため、増配や自社株買いの増加はここ数年一つの大きな潮流を形成する可能性が高い。その結果として、資本(分母)を圧縮してのROEの上昇余地は大きい(図3)。

図3: 増配を発表した企業の割合(%)



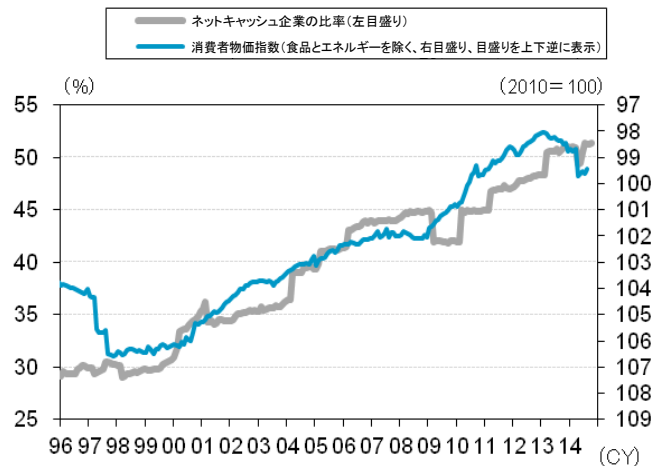
出所: 日興アセットマネジメント、東京証券取引所に基づく

時間のかかる変化—サステナブルな成長。欧米型のガバナンスを理想形とし、それに近づけていくのが今回のガバナンス・コードの狙いであるが、それと高い成長、ハイマージンの達成との関連性を見出すのは難しい。継続的なイノベーションを生み、成長路線に回帰できるかは、現実的には別のファクターによるところが大きい。本質的には、利益(分子)が増えていく事では成長はなく、この議論をより深める必要がある。まず、前者の株主意識の高まりで、これから起こっていく変化に触れた

日本企業の株主還元余地 — 今後5年程度は株主還元ブームに

日本企業はこれまでキャッシュをため込んできた。前述したように、資本効率性や株主価値向上が軽視されてきたのはまぎれもない事実であるが、反面、20年以上続いたデフレ経済下において現金を保有し続ける事は経済合理性にかなった行動であったとも言える。デフレからインフレに変わる転換点において、資本効率向上のプレッシャーが内外から高まる中で、多くの日本企業がためこんだキャッシュの還元に入る可能性は極めて高く、それは同時に経済合理性にも適った行動であると言える(図4)。

図4: 日本のネットキャッシュ企業とCPIの比較

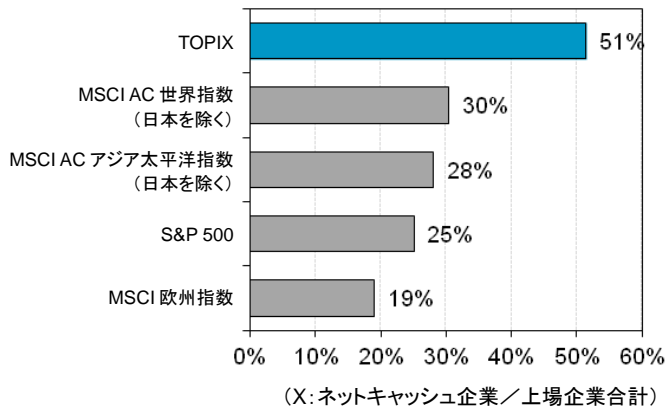


出所: SMBC 日興証券、東京証券取引所に基づく

現在日本企業のネットキャッシュ企業の比率は50%以上に上昇しており、過去平均で見ても、グローバルでもみても圧倒的に高い水準にある(図5)。

コーポレートガバナンス・コード導入で期待される 日本企業の変化

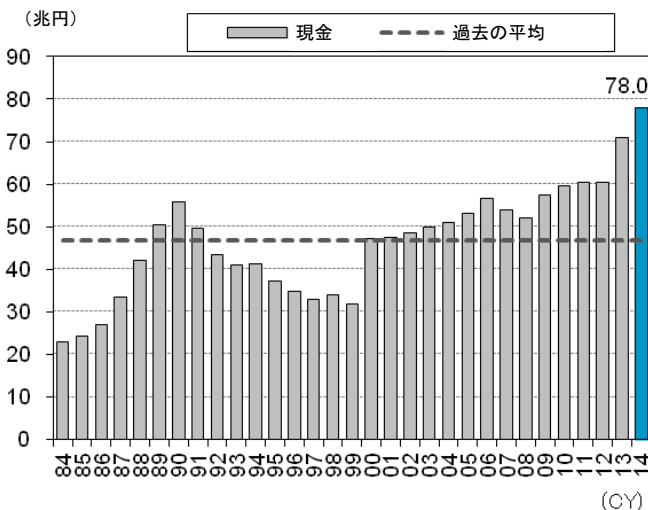
図 5: ネットキャッシュ企業のグローバル比較



出所: 野村証券および日興アセットマネジメント、東京証券取引所、MSCI、S&P に基づく

過去 20 年間の日本企業の保有現金平均は 46 兆円レベルで推移していたが、2014 年には 78 兆円まで膨らんできている。総資本も増加してはいるが、上記のような還元ムードの高まりの中で、今後数年間で、過去平均レベルまでは下落していく可能性は高い。金額ベースにすると 30 兆円の余剰キャッシュが今後数年間に配当、自社株買いにまわされる。仮に 5 年で還元されると試算すると、年間 5~6 兆円規模になり、総還元総額は現在の 12 兆円から 17~18 兆円、総還元性向は、現状の 38% から 50% 以上に高まる計算になる。ROE も、単純計算で、分母の圧縮で +2% 程度押し上げる効果があり、ROE10% のレベルであれば、資本政策を変更するだけで達成可能な水準である(図6)。

図 6: 日本の上場企業の現金保有高



出所: 日興アセットマネジメント、東京証券取引所に基づく

タイミングとしては、今年度、コーポレートガバナンス・コード公表に呼応する形で、余剰キャッシュの還元が雪崩的に起こってくる事態が想定される。日本株の運用に携わるサイドとして、個別企業の資本政策に対するリサーチを集中的に行い、こうした変化を機敏に捉えていく必要がある。

中長期的な課題ー利益成長、収益性向上が次の大きなエンゲージメントのテーマ

今回のガバナンス改革で未だ議論が尽くされていないのが、利益成長、収益性を高める方策である。各所で ROE 向上の狼煙は上がっているが、中長期的な利益成長を意識した改革に関しては、まだ道半ばであると言える。

グローバルに競争を繰り広げる企業でそれを勝ち抜いていくためには、グローバルレベルである 15% 以上の ROE が必要であり、横並びのターゲットである 8~10% に満足してはいけいない。今回のガバナンス改革によって、欧米的なガバナンス・システムが志向され、監督と業務執行の分離、独立社外取締役の増加、業績連動報酬、株式持ち合い解消等にベクトルが向く事は疑いないが、それらと企業の収益成長との関わりは薄い。新たなガバナンス・システムで、いかにして、継続したイノベーションの創出、価値創造、事業の選択と集中、効率的な投資等で利益成長を成し遂げていくかが、次のステップのエンゲージメントのテーマになっていく。

まとめー日本企業の伸び代は大きい

様々な課題はあるが、グローバル相対で日本企業の伸び代は大きく、大きな変化が期待できると思う。これまで市場で過小評価されてきた日本企業にとって、コーポレートガバナンス・コードは変化を引き起こす起爆剤の一つになりうる。日経平均は 20000 円に到達したが、今後起きうるダイナミックな変化を織り込んでいるとは言えない。企業側も臆する事なく、自社のガバナンス体制の素晴らしさをコード上で誇っていただき、日本企業の持つ本源的な隠れた価値を表現していただけたら素晴らしいと思う。投資家サイドでも為すべき仕事の余地は大きい。ファンドマネージャー、アナリストは、企業とエンゲージメントを継続しながら、コード導入に伴う企業の変化のマグニチュードを計測し、銘柄選択につなげていく必要がある。強いリサーチ力がアクティブ・ファンドのパフォーマンスに大きな差をもたらす時代が、今まさに到来している。

中国 LGFV 債の切り替え - 雲間から光が差す

ピーター・モンソン(シニア株式アナリスト)
2015年4月14日

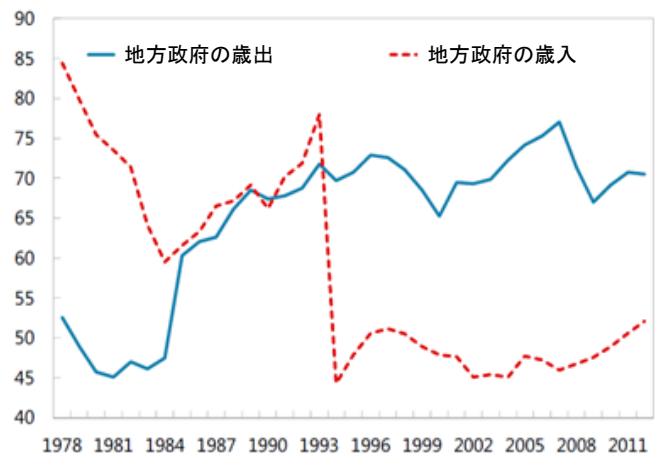
中国が2009年に景気刺激策を実施して以来、エコノミストは中国地方政府の債務負担が膨らむのを不安な思いで見守ってきた。国内総生産(GDP)成長率が鈍化し、政府財源が縮小しつつあることが明らかになると、その不安は一段と強まった。地方政府は慌てて中央政府による景気刺激策に飛びつき、地方政府融資平台(LGFV)を通じた銀行からの借入でインフラ開発資金を調達し、都市化と経済成長を推進してきた。こうした行動が過剰投資につながり、中国が加熱する不動産市場の取り締まりに乗り出すと、地方政府の主たる資金調達源は縮小し、債権者はデフォルト・リスクに晒されることとなった。2015年3月8日、中国財政部は地方政府に対し、最大1兆元のLGFV債を、地方政府の発行する比較的利回りの低い債券に切り替えることを容認すると発表した。我々が知りたいのは、これが中国にとって重大な転機となるのか、それともまたしても問題を先送りしようとしているに過ぎないのか、という点である。

LGFVの背景

中国のLGFVは特に新しい存在というわけではない。1980年代から存在し、当時、上海で現地のインフラ開発を推進するために設立されたのが最初である。中国政府が地方政府による債券発行と銀行からの借入を制限していたため、アジア金融危機の発生後は更に多くのLGFVが設立され、2009年にも中央政府による金融刺激策を受けて新たなLGFVが次々と登場した。

中央政府は1994年、財源の一極集中管理を急速に推し進めた。その結果、地方政府に残された主要な資金調達源は土地の売却のみとなり、地方政府は残りの部分を公益事業や高速道路の通行料、そしてインフラ・プロジェクトから得られるある程度の収入で賄うようになった。実際のところ、地方政府には税率や政策に関する裁量はほとんどなく、その一方で中央政府からの財政移転は主に経常支出に当てられており、オフバランスでの資金調達を行わない限り、インフラ投資に回せる資金はほとんど残らないことになる。中央政府がこのような体制を敷いた目的は、地方政府の支出に対する規律を強化することにあった。

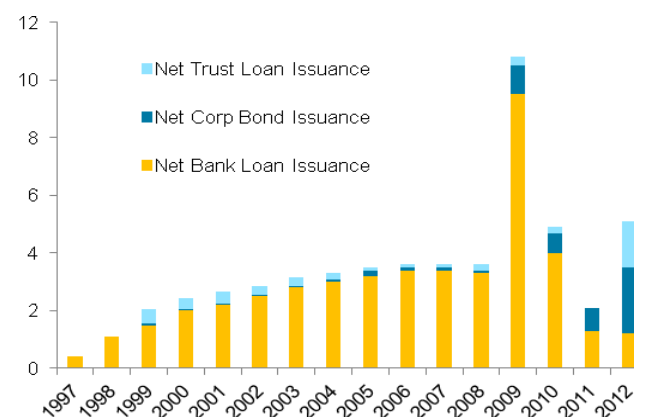
図1: 地方政府の歳出入
(一般政府歳出入に占める割合、%)



出所: Zhang ほか 2013年

中国は2009年、世界金融危機に対する政策対応として、インフラ投資と都市化を通じた景気浮揚を目的として、前例のない大規模な景気刺激策を打ち出した。しかしその大半は銀行融資の拡大という形で行われたため、政府の財政統計にその証拠を見出すことはできない。オンバランスでの借入能力が限られており、なおかつ銀行からの直接の借入を禁止されていた地方政府は、この景気刺激プログラムを活用するためにLGFVを利用した。中央政府による暗黙の保証があるLGFV債は銀行にとって魅力的な債券と受け止められ、2009年、LGFVに対する銀行融資は急激に拡大した。これらの刺激策は景気の回復に伴い縮小されたが、その後2012年には再び金融緩和が実施されることとなった。ただしこの時は銀行が以前と比べLGFVへの直接融資に消極的となり、信託ローン(図2)や、LGFVによる、より直接的な債券発行が拡大した。

図2: 地方政府による市場での資金調達
(対GDP比、%)



出所: 国際通貨基金(IMF)ワーキングペーパー
「中国地方政府の財政面での脆弱性と資金調達におけるリスク」Zhang ほか
2014年

中国 LGFV 債の切り替え – 雲間から光が差す

各地方政府が互いに成長率を競い合う中、こうした流動性の波が、一部の無謀な融資や野心的過ぎるプロジェクトをもたらしたことは間違いない。地方政府の債務総額がいくらであるかは推計によってまちまちだが、中国審計署（日本の会計検査院に相当）による最新の公式な推計によれば、2013 年半ば時点で約 17.9 兆元に達しているという。また財政部の開示資料によれば、民間調査会社 BCA が推定する地方政府の債務総額は、2014 年末時点で約 20 兆元まで増加しているという（2015 年 3 月 18 日付「中国投資戦略—ウィークリー・レポート」）。同様に、ゴールドマン・サックスも 2014 年末時点の地方政府の債務総額を 21 兆元前後と見ている（2015 年 1 月 26 日付「中国のクレジットの謎を解く」）。

国務院は 2014 年 9 月、地方政府の資金調達問題を解決するため、「地方政府債務の管理強化に関する意見」（国発第 43 号）を発表した。この意見書の重要な推奨事項の 1 つが、2016 年以降、政府が出資するすべてのプロジェクトの財源を省政府が発行する地方債で賄い、かつそれを予算計画に盛り込むというものだ。更に同意見書では、商業的に採算の取れる公共プロジェクトに関しては、地方政府は今後、プロジェクトからの収益を裏付けとする債券の発行または官民パートナーシップ（PPP）を通じて財源を確保することとし、2016 年以降、LGFV を閉鎖、統合またはほかの機関に切り替えることも定めている。

財政部は 3 月 8 日、最大 1 兆元の LGFV 債を、地方政府の発行する比較的利回りの低い債券に切り替えることを容認すると共に、新たに 6,000 億元の地方債の発行を認める（2014 年の 4,000 億元から拡大）と発表した。審計署の調査によれば、2015 年に満期を迎える LGFV 債の約 56%が切り替えの対象となる。

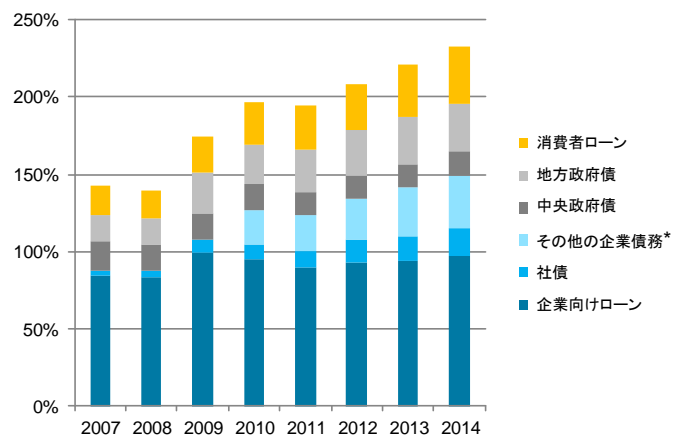
影響

こうした動きが及ぼす影響はいくつかあるが、その最たるものが、地方政府による借入コストが低下し、中国債券市場の透明性が高まり、ひいては銀行セクターをはじめとする中国株式のリスク・プレミアムが低下することである。債券市場に関して言えば、地方債と社債の新規発行が活発化し、ローン市場の「クラウドディング・アウト」効果が債券市場へと移動する可能性が高い。

財政部は、この 1 兆元の債券切り替えプログラムにより、地方政府は今年借入コストを 400~500 億元圧縮できると試算している。その効果は、実質的に借入金利が 4~5%引き下げられたのと等しい。このプログラムを 20~22 兆元の発行済み地方政府債全体に適用した場合、約 1 兆元、つまり現在の GDP の 1.5%に相当するコスト節減が可能となる（ただし、これは最も理想的なシナリオである）。

債券の切り替えを実行したとしても、地方政府の債務水準が低下するわけではないことには注意が必要である。オフバランスの債務を、より正式な政府債務に移し替えたに過ぎないためだ。また、より正式なチャンネルを通じた資金調達に移行することで、これまでよりも市場の規律が強化され、リスクの価格をより効率的に設定することが可能になると見られる。また政府債務全体の対 GDP 比の計算に地方債を含めることで、市場参加者にとって、中国政府の債務の実態がより明らかになるだろう。地方政府の債務問題に一応の目処が立てば、焦点はほかの問題領域に移るだろう。過剰な負債を抱えた、効率の悪い国営企業もその 1 つだ。国営企業の債券は、今なお中国社債市場の過半数を占めている。

図 3: 主要な借り手の種別ごとの債務残高 (対 GDP 比、%)



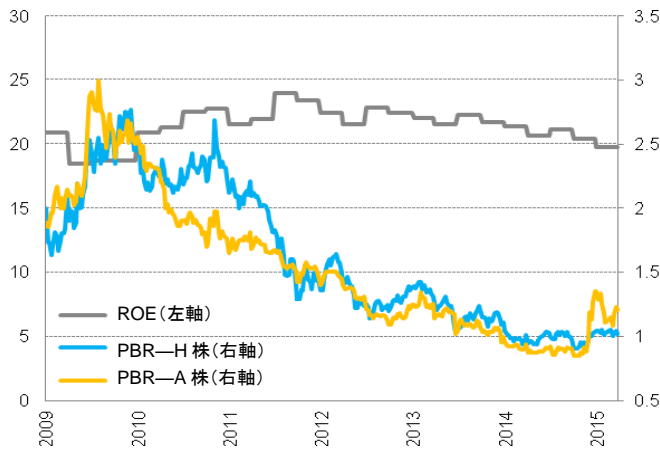
*手形、信託ローンおよび委託ローンを含む。
出所: CEIC, JP モルガン

地方政府の債務の実態がこれまで以上に明らかとなり、借入金利が低下すれば、金融システム内のリスクに対する金融市場関係者の考え方も改善するだろう。アナリストが銀行セクターにおける不良債権の発生を探ろうとする際、LGFV のデフォルトは、ストレス・テストの主要対象の 1 つだった。システムリスクの低下は、銀行セクターを中心とした中国株式のリスク・プレミアムの引き下げにも貢献するだろう。そのためには、その年満期を迎える LGFV 債を対象に、債券の切り替え枠が毎年設定されるという考えが市場に浸透する必要がある。発行済み債券残高や、その裏付けとなっている資産の質についての更なる開示が行われな限り、そうした考えが市場に浸透することは難しいだろう。

中国建設銀行は中国有数の資産額を誇る大手銀行の 1 つであるが、2009 年の景気刺激策実施以来、資産の質に関する懸念が高まり、株資本利益率 (ROE) にほとんど変化がないにもかかわらず、株価は大幅に下落している。ただし、中国本土の投資家の間で最悪期は脱したとの楽観論が広がっていることを反映し、同行の A 株に関しては株価見直しの動きが始まっていることを指摘しておきたい。

中国 LGFV 債の切り替え - 雲間から光が差す

図 4: 中国建設銀行の ROE と株価純資産倍率(PBR) (%)

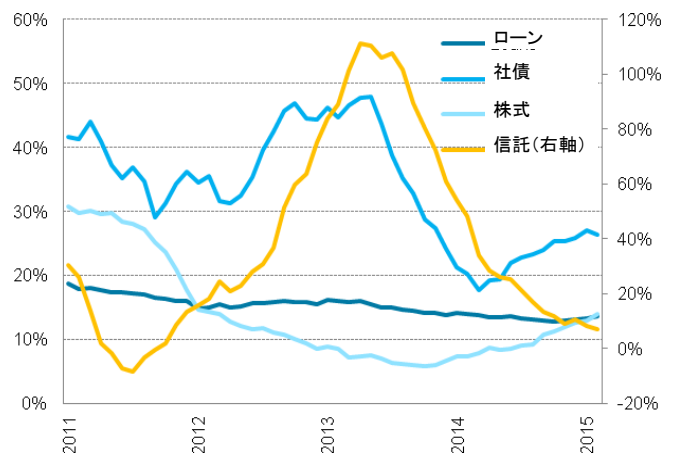


出所:ブルームバーグ

銀行への直接的な影響は、自己資本とローン枠に余裕が生じる反面、純金利マージンが縮小することである。LGFV 向けローンはローン全体の約 5%を占めており、リスク・ウェイトは 100%に設定されている(地方債は 20%)。そのため、債券の切り替えが行われれば、リスク・ウェイト資産(RWA)は縮小し、自己資本に余裕が生じることになる。同様に、LGFV 向けローンが地方債として再分類された場合、預貸比率の計算から除外されることになり、これまであまり融資を受けられなかった分野(民間企業およびリテール・セクター)に融資を行う余地が広がる。更には、LGFV に対する貸し倒れに備えた引当金の一部を戻し入れることも可能となるだろう。このように、LGFV 債を切り替えることによって、銀行から資金を借りようとする民間セクターの借り手が地方政府のために閉め出される「クラウドディング・アウト」効果は弱まることになるだろう。

しかしだからと言って当社は新規の与信が飛躍的に拡大すると考えているわけではなく、仮にそうなった場合でも、新たな懸念材料となるだろう。上で述べた変化は与信の量というよりも、より効率的な信用の配分に関係したものである。オフバランスでの資金調達から、より正式なチャネルを通じた資金調達への移行は、中国の信用システムにおけるほかのセグメントでも生じつつある。2013 年半ば以降、「影の銀行」からの資金調達は大幅に縮小しているが、その一方で社債発行や株式の発行を通じた資金調達は拡大し、従来型のバンクローンも増加している。

図 5: 社会融資総量の内訳(前年比増加率, %)



出所:CEIC, JP モルガン

まだ答の出していない問題の 1 つが、「最終的な購入者は誰なのか」という点だ。その答次第で、この措置が景気刺激策に近いものか、それとも政府または中国人民銀行(中央銀行)による流動性の注入に似たものかが決まってくる。当社はこの点を注視していく方針だが、基本シナリオとしては、銀行がローンと債券の直接的な交換を通じて最初の買い手となり、その後(恐らく理財商品やインターネット上で取引される短期金融商品を通じて)流通市場で保険会社や機関投資家、個人投資家にその債券を売却することを想定している。地方政府の最近の実績を見れば、中国中央政府は地方政府により多くの資金を渡すのを避けようとするだろう。しかし景気が大幅に悪化すれば、それも選択肢の 1 つとなる。また国務院が最近、社会保障基金に対し、3,000 億元を上限として地方政府債に投資することを初めて認め、同基金が大型投資家として新たに加わったことは注目に値する。

これから

中国当局はこの措置によって、中国の財政枠組みにおける、より根本的な問題に取り組む時間を稼ぐことができる。これまでのような問題の再発を防ぐには、中央政府と地方政府の間での資金配分や、予算の決定に関する仕組みを改善する必要がある。地方債の買い手にとって最も喫緊の問題は、地方政府の財源と支出のミスマッチが慢性化していることである。

上で述べたように、中央政府が 1994 年に財源を一極管理するようになって以来、地方政府は財源を土地の売却に過度に依存してきた。その結果、不動産の過剰供給が起り、不動産市場は景気減速による打撃を受けやすくなったのである。

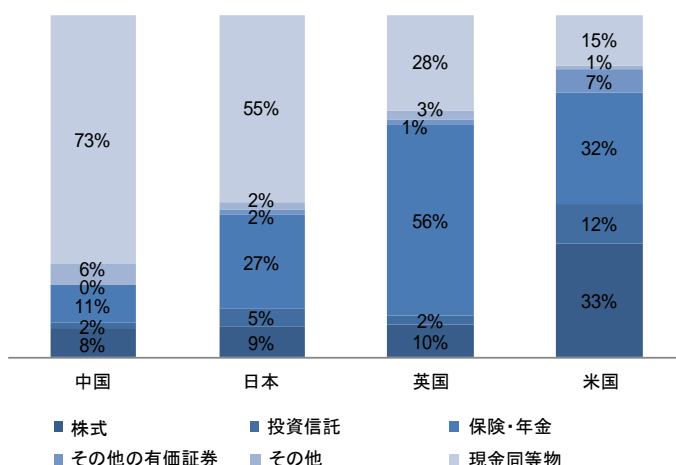
中国 LGFV 債の切り替え – 雲間から光が差す

中国経済には過剰な債務を抱えたセグメントがある一方で、未だにほとんど活用されてない、大きな構成要素が二つ存在する。中央政府と消費者である（そして地方政府と国営企業のために市場から閉め出されていた、不動産を除く民間セクターの大部分もこれに該当すると言ってよいだろう）。LGFV 債の切り替えによってこのクラウドディング・アウト効果はある程度弱まると思われるものの、中国の消費者を「解き放つ」ためには、預金保険（3月31日発表）と社会保障制度の改善が必要不可欠である。中国は経済成長モデルを投資ではなく消費を重視する方向に移行させようとしているが、そのためにはこの二つが欠かせない条件となる。中国の消費者は今も金融資産の73%を現預金として保有しており、この割合は先進国の消費者を大きく上回っていることに注目すべきである（図8）。国際的に見れば中国中央政府の債務水準はそれほど高くなく、既に述べたようにバランスシートの資産の側は極めて健全であることから、更なる政策を実行する余地はある（公的部門のバランスシートの図と政府債務）。

習近平国家主席の強力なリーダーシップが重要であることは、いくら強調しても強調しきれないほどである。習主席の下で中国は劇的な変化を遂げつつある。国家の腐敗を撲滅する運動がかつてないほど徹底的に行われ、その一方で、中国の大戦略の内容は国内外でますます明らかになりつつある。国内では、金融システムの脆弱性を是正し、リスクの価格設定を市場に委ね、資本市場を開放しようという試みがなされている。また外交政策の面では、「一帯一路」イニシアチブやアジアインフラ投資銀行(AIIB)の創設が主な例として挙げられる。

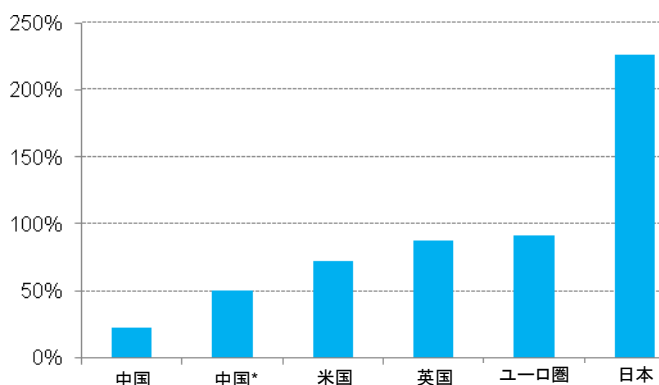
当社は、中国が経済発展サイクルの厳しい局面を脱しつつあるという楽観的な見方を維持している。LGFV 債の切り替えは、金融システムの脆弱性に対処する上での最初の一步の1つと言えよう。それによって GDP 成長率の減速トレンドを変えることはできないにせよ、投資家は、中国がそれ以外の既知の問題に対する対処能力を持っているという見方を強めるだろう。中国本土の投資家はこのことを理解しており、当社は、西側諸国の投資家がそれと同じ結論に至るのもそう遠い先のことではないと考えている。

図 8: 家計のバランスシートの内訳
(全体に占める割合、%)



出所: CEIC、ゴールドマン・サックス

図 9: 政府債務合計 (対 GDP 比、%)



出所: 中央情報機関 — *NAO の調査に基づく LGFV の推計額を含む。

ECB の QE 実施をめぐる懐疑派への異論

ジャスティン・イールズ(グローバル債券アソシエート・ディレクター)

リサ・ウォン(グローバル通貨&債券)

2015年4月15日

欧州中央銀行(ECB)がユーロ圏の量的緩和(QE)を発表してから、その発表通りにQEを完全実施できるのか疑問視する声が多数あがっている。そこで本稿では、2015年3月から2016年9月まで予定されている総額1.1兆ユーロ相当の量的緩和プログラムが成功しない主な理由の指摘に対し、幾つかの異論を検討する。

ECB の QE 実施をめぐる主な懸念とは？

多くの市場関係者は、ECBのQE、正式には公的部門買い入れプログラム(PSPP)と呼ばれる政策について、毎月600億ユーロの目標買い入れ額をユーロ圏のソブリン債で十分賄えるのか注目している。これは特に、国債の純供給額が潜在的な購入額よりも少ないドイツ国債市場でいえることである。それが市場の歪みに関する懸念や、ECBの買い入れ目標達成能力に対する疑念の発生につながっている。

市場参加者は、債券の供給源や、重要なこととして、現在の債券保有者が債券を売る意思があるのかどうかについても懸念している。ユーロ圏の国債保有者は、銀行、資産運用会社、生命保険会社から年金基金、各国の中央銀行および外国人投資家まで幅広い層にわたっている。債券の保有内訳は国によって異なり、また、ユーロ圏の事業体はホームカンントリーバイアスが強い場合が多い。それでも、銀行、保険会社、年金基金および外国人投資家は、各国の国債発行残高の約4分の1を保有していると推定される。

多くの市場参加者は売却の意思を示すだろう。ただしそれは、利回りが大きく低下すればの話である。実際、ノルウェーのソブリン・ウェルス・ファンドは、今後もユーロ圏の国債の保有割合を引き下げること示唆している。この資産再配分がユーロ圏からの資金の引き揚げであるのか、そしてその資金がユーロ圏のハイ・イールド債または不動産といったほかの資産に投資される可能性はあるのかについては明らかでない。買い入れの可能性をめぐる懸念がピークに達した場合には、目下債券保有者であるドイツは、ユーロ圏のそのほかの国の国債、機関債または社債といった相対的に高利回りの債券への投資を選択するかもしれない。全ての投資家がこうしたことをできるわけではないが、そうなれば市場の歪みが低減されるだけでなく、相対的に低い信用格付けの借り手に効率的に信用が移転されることによってECBの目的である信用波及が促されるだろう。

適格債券の供給が目標買い入れ額よりも少ない場合、問題はどれだけ深刻なのか？

適格債券の供給不足の一因は、各国政府の財政健全化にある。今年ユーロ圏では全体として、政府債務が対GDP比でピークに達すると見込まれるほか、ドイツだけでなく重債務国であるアイルランドやポルトガルまでも債務比率が低下する見通しである。

買い入れは、償還期限が2年から30年までの幅広い年限の債券を対象に行われ、超短期債券は除外されると見られる。ただし、買い入れの対象となるのは、利回りがECB預金金利を上回る債券に限られる。この、最後に付された条件によって、目下買い入れの下限利回りは-0.2%とされ、買い入れ可能な債券のプールに一段の制約が課された。これを受けて、ユーロ圏内の債券市場のベンチマークであるドイツ国債のうち、現在利回りが上記の水準を超えている債券は、2019年以降に償還期限を迎えるものに限定された。

ドイツ国債の発行額(純額)が少ないとはいえ、買い入れ可能な債券プールの残高は目標買い入れ総額を大幅に上回っている。銘柄ごとの買い入れ上限が発行残高の25%であってもこれは変わらない。さらに、買い入れは(経過利息込みの)時価で実施されるので、現下の利回り水準では、適格債券の現在の時価総額が発行済債券の額面総額を上回ることになる。したがって、額面価額だけで見ると、ECBの買い入れプログラム実施能力を過小評価することになる。さらにいえば、現下の利回り水準では、適格債券の額面価額に対するプレミアム平均は25%を超えている。

無論、ECBが買い入れを実施しても、現下の低利回りが維持されるという保証は全くない。利回りが上昇した場合、債券の時価は下落するかもしれないが、買い入れ適格債券の銘柄数は増えるであろう。というのも、2019年以前に償還期限を迎える債券の中には、利回りが買い入れ下限の-0.2%に近いものが多数あるためである。加えて、短期債券の利回りが相対的に上昇してイールドカーブがフラット化した場合でも、適格債券は、利回りが上昇しても時価は大きく下落しないであろう。

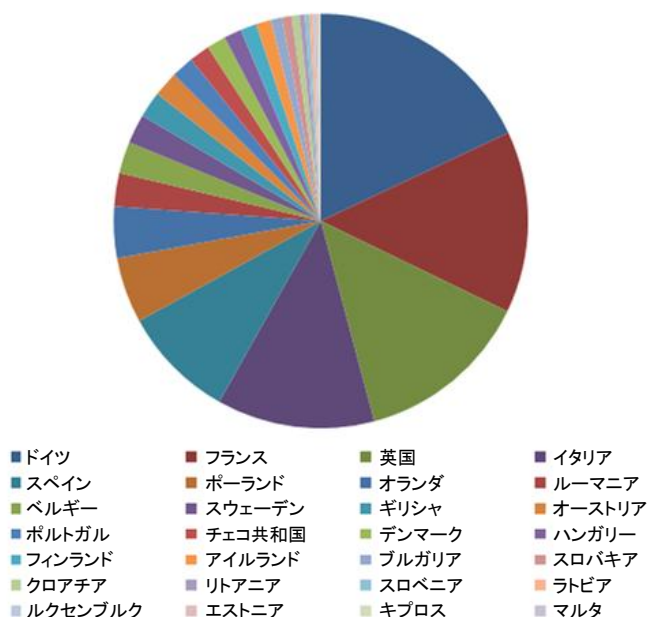
最後になるが、このところユーロ圏の経済指標は改善しており、エネルギー価格が安値を更新するという証拠はないと仮定した場合、消費者物価指数は今年下半期にプラスに転じると見込まれる。そうなれば、利回りに上昇圧力がかかり、ECBの買い入れの機会は増えるであろう。

ECB の QE 実施をめぐる懐疑派への異論

ユーロ圏のソブリン債が供給不足になった場合、ECB は QE のもとでほかの債券を買い入れることができるだろうか？

QE では、各国の中央銀行(NCB)にある程度の柔軟性が認められており、NCB は国債と機関債の間で選択を行ったり、ECB の「出資比率」に基づいて示された買い入れ総額の要件に関する制約を軽減したりすることができる。この「出資比率」は、ECB の自己資本に対する各 NCB の拠出額がベースとなっている。

各国の中央銀行の ECB に対する資本拠出



出所: ECB

例えばドイツでは、ドイツ復興金融公庫(KfW)およびドイツ農林金融公庫(Rentenbank) (どちらも明示的な政府保証付き) ならびに 2 大州立銀行のバーデン・ビュルテンベルク州立開発銀行(L-Bank)および NRW.Bank が発行する債券は、国債の代わりとして買い入れが可能である。KfW と Rentenbank だけで適格債券プールの残高が押し上げられ、その金額はドイツ国債の発行残高の 20% (現在の時価で 370 億ユーロ) 近くのものにのぼる模様である。2015 年 4 月 15 日の ECB 政策理事会の後には、適格発行体のリストも修正される可能性がある。発行体が追加されれば、適格債券の残高は現在の時価ベースで約 6 兆ユーロに増加する。これは、25%の銘柄上限を考慮しても予定買い入れ総額を上回る規模である。

QE 適格の国際的発行体および超国家的発行体
ユーロ圏に所在する国際機関または超国家的機関
欧州開発銀行協議会
欧州原子力共同体
欧州金融安定ファシリティ(EFSF)
欧州安定メカニズム
欧州投資銀行
欧州連合
北欧投資銀行
ユーロ圏に所在する機関
フランス社会保障基金(CADES)
フランス全国商工業雇用連合(UNEDIC)
スペイン開発金融公庫
ドイツ復興金融公庫
バーデン・ビュルテンベルク州立開発銀行
ドイツ農林金融公庫
NRW.Bank

出所: ECB

ECB は毎月の買い入れ目標である合計 600 億ユーロの債券を全額買い入れる必要があるのだろうか？

当該プログラムの現行の条件に従って、ECB は QE のもとで毎月合計 600 億ユーロの債券を買い入れることになる。ただし、今後数四半期にわたって経済指標が改善し続け、インフレ率が上昇に転じることになれば、QE を 2016 年 9 月まで継続する必要があると ECB が判断する保証は一切ない。実際、ECB の唯一の責務はインフレ目標とマネー・サプライ目標に基づいて金融市場を安定させることであり、最近 M3 が年率 4.1% (ECB の許容水準の上限近く) まで回復したことを踏まえ、QE がインフレ率を上昇させ、EU 基準消費者物価指数を「2%以下で、その近辺」とする目標レートに対して脅威となる可能性があると思なされた場合には、ECB 上級幹部のイブ・メルシュ氏が最近コメントしたように、QE が終了する公算が大きくなる。そうなれば、QE の完全実施を予想している市場の優勢的な見方は裏切られることになる。

ECB の QE 実施をめぐる懐疑派への異論

QE の目標達成を支援するために ECB が公表した、ほかの注目すべき変更点とは？

ECB は、QE の発表と同時に条件付き長期資金供給オペを通じた貸し付けに付す上乗せ金利を撤廃し、銀行への訴求効果を高めた(今後、金融機関は貸出増加額の 3 倍相当を所与の上限枠に追加した金額を利用できる)。ECB はこれまで、政策金利に 10 ベーシスポイント(bps)のコストを上乗せしてオペを実施していた。そのため、ECB は(長期)貸出金利を低水準に固定する能力を有していたにもかかわらず、実際には銀行の貸出意欲をわずかに妨げていた。しかし、この上乗せ金利の撤廃と、2014 年下半期に発表された銀行の資産査定の結果を受けて、信用波及が促される可能性がある。特に、景気が回復するに従って信用への需要が拡大し、銀行が国債の積み増しを思いとどまるようになれば、信用波及に弾みがつくだろう。このオペの担保は、ECB の適格担保基準を満たす資産とされる予定であり、銀行は高格付け債券を代用担保として利用できる。こうしたことも、ドイツをはじめとする市場の市場内の歪みを低減する可能性がある。

結論

ECB の QE プログラムについては、買い入れ適格債券の要件に制約があることから、非常に多くの市場参加者が完全実施の実行可能性について疑問視している。しかし当社は、本稿で述べた事実に鑑み、ECB が完全実施を選択した場合には、それを実行できると見ている。ただし、このプログラムが予想通りのペースで実施される一方で、景気が継続的に回復し、インフレ率が ECB の公表している目標に近づいた場合には、ECB がこのプログラムを終了する可能性は大いにある。

日経平均 20000 円乗せに過熱感はない

神山直樹(チーフ・ストラテジスト)

2015 年 4 月 10 日

日経平均の 20000 円乗せに過熱感を感じていない。企業収益の伸びは時間を追うごとに確かになり、企業部門の構造改善にもさらに期待が高まる。米国や欧州の経済が徐々に安定さを増すことも期待できる。海外市場との比較で割高感もない。

輸出数量の伸びが徐々に見え始めたことが企業収益の伸びの期待を強めた。2012 年 11 月以来円安傾向が続いたにも関わらずなかなか数量が伸びずアベノミクスの効果が疑われるところだったが、ついに変化の兆しが見えてきた。輸出企業の売上数量が伸びれば、在庫減・生産増が設備投資や採用・残業・給与増を引き起こす。内需企業も順次その恩恵を受けることになる。いまのところ株式市場はこのような変化を十分に織り込んでいない。

企業が ROE をより重視する姿勢を強めていることは構造的な変化となる。経営者は ROE の改善目標に言及するようになった。これは 1) 企業経営でマージンを拡大させることをより重視しようとする動き、2) 配当や自社株買等のような株主還元を考えると、のふたつを意味する。コーポレート・ガバナンスの改善を通じたこのような動きは従来から期待されていたが、いよいよ形を見せるようになってきた。

5 月に始まる決算発表とその後続く株主総会シーズンに、株式市場は上記の収益環境と経営姿勢の変化を具体的に確認できるだろう。現在進んでいるリスク・プレミアムの低下が正当化されることになる。

世界経済のリーマンショックからの正常化はまだ終わっていない。米国の雇用は一本調子で回復していないが、悲観する必要はない。米国 FED の政策金利の正常化は、短期的に金融市場のボラティリティを増すかもしれないが、中期的には正常化を意味しておりポジティブだ。欧州でも地政学リスクは残るとはいえ、ECB の緩和政策は継続し景気回復に役立つだろう。世界の投資家から株式への資金流入が続き日本株にもポジティブとみる。

当資料は日興アセットマネジメント アメリカズ・インクが市場環境等についてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに日興アセットマネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、当社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について当社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、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。尚、資料中の見解には当社のものでなく著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。

日興アセットマネジメント アメリカズ・インクは当社のグループ会社です。