

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年7月31日

7月の危機の中心地、中国とギリシャの今後の動向

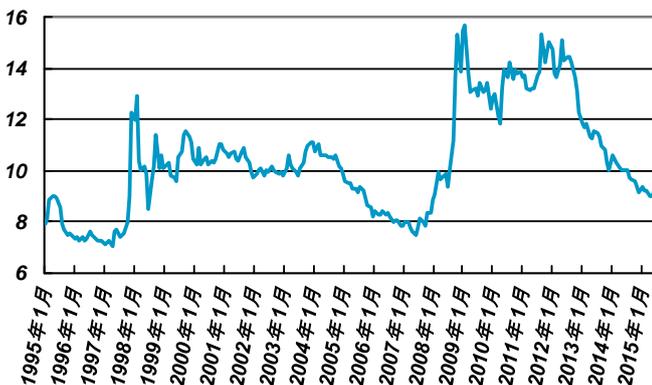
7月は変化の激しい月となった。当社は、グローバル株式をオーバーウェイトとするハウズビューを維持したが、様々な危機が少なくとも現時点では沈静化している模様で安堵している。本稿で取り上げるテーマのうち、最初の2つは先頃の中国の危機に関する当社の見通しについてである。当社は、中国の経済成長と改革が株式市場と債券市場の両市場に恩恵をもたらす独自の道筋についてポジティブな見通しを維持している。

次に、ギリシャが先日の「チキン・レース」で敗北した後に獲得する可能性のある勝利について簡単に論じる。実際のところ、ギリシャはおそらくユーロ圏のパートナーを敵に回すのではなく、その支援を得ながら、経済システムの全面的な改革に取りかかるべきときに到来したことを認識するであろう。

最後に、チーフ・ストラテジストの神山直樹が「第3の矢」における構造改革と日本のコーポレート・ガバナンスの強化が企業収益の大幅な増加にどう寄与するかについて詳しく考察する。

例年8月は静かな月になるとされているが、実際にそうなることは稀である。したがってすべての投資家にとって警戒を怠らないようにすることが重要である。

韓国ウォンの対円レート (JPY/KRW)



出所:ブルームバーグ、2015年7月22日現在

中国の株式信用取引



出所:ゴールドマン・サックス・リサーチ、2015年7月2日現在

マーケットウォッチ

当社は長年にわたり、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主張してきた。韓国ウォンはこの2~3年間に様々な通貨に対して大幅に上昇したものの、依然として過小評価の水準にあると当社は考える。同国経済は日本(および他のほとんどの国)をはるかに凌ぐ力強い成長をしていることに加え、貿易黒字と経常黒字は極めて高水準を維持している。2014年のGDP比での経常黒字幅は6.3%で、アジア通貨危機が発生した1998年を除き、1990年以来最高水準に達している。この数週間、韓国ウォンは下落に転じ、チャート上でテクニカル面の水準を割り込んだ。実際に、対米ドルで2年ぶりの最低水準まで下落している。これは韓国ウォンが当面はやや安定化する兆候と見ることもできるが、中長期的トレンドは、対外収支が大幅に減少するまでは上昇基調を維持すると見られる。

中国:現在と今後

日興アセットマネジメント アジア リミテッド 2015年7月9日

日興アセットマネジメントアジアは、中国株式(特に本土市場)の最近の調整は健全な動きだと見ている。その理由は、急激な上昇が比較的コストの低い信用取引に興奮した個人投資家の熱狂によって支えられてきたからである。

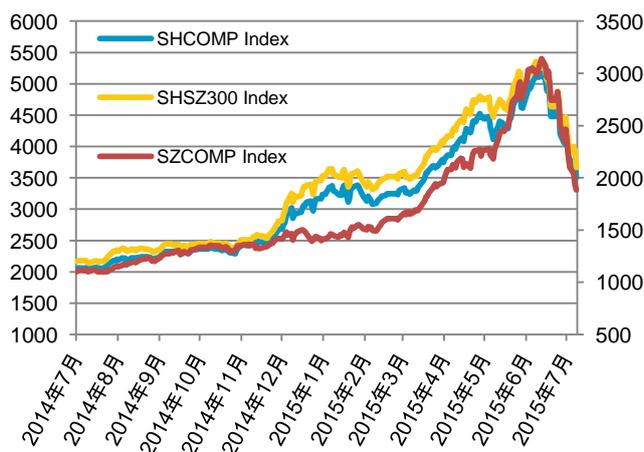
改革は中国の指導者にとり重要な事項であり、今後も国家の不効率性と腐敗の根絶のための政策を打ち出すことを予想する。数多くの政策が打ち出されることになるが、その中で重要なものとしては、資本市場の自由化ならびに競争原理の強化、労働力の流動性を高めること/都市化の推進が挙げられる。

これらの改革は足元では、経済成長の短期的な鈍化要因となっているが、今後、中国企業、特にニューエコノミー企業や「旧経済(=建設など)」型企業の一部が株主へのリターンを高めると予想されることから、中長期的に見ると中国の見通しははるかに明るい。

市況

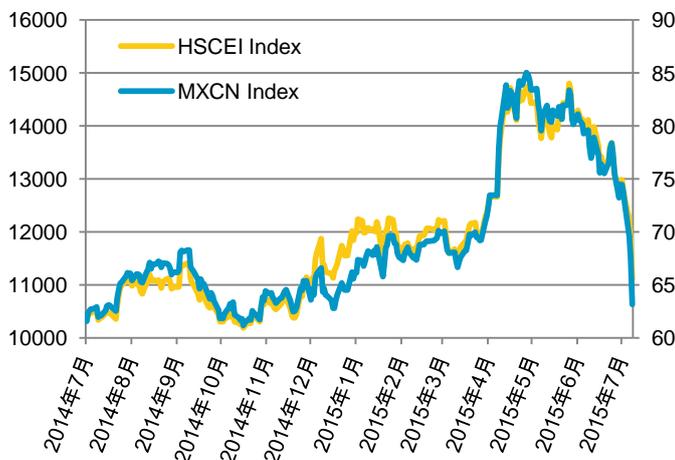
経済発展のこの段階で行われる改革は、当然ながら、投資と国内消費の減速を招き、特に後者が幅広い腐敗防止策の影響を受けることはほぼ間違いない。中国人民銀行は金融緩和政策を継続しており、過去9カ月で4回の利下げと預金準備率の引き下げを行っている。

国内株式市場における最近の値動きから、新たに芽生えた中国のブルマーケットの持続性を疑問視する声が上がっている。上海・香港間での株式相互取引(通称「直通車」)による相場上昇を先取りしようとした投資家の動向と人民銀行による一連の利下げにより、国内市場株価は2014年第3四半期から2015年6月の高値まで約150%上昇した。



出所:ブルームバーグ、2015年7月7日

この高い上昇率に比べ、国外市場(主に香港)での中国企業の株価の上昇率は穏やかであった。MSCI チャイナ指数とH株指数は高値をつけた4月、5月までの上昇率は約40%であった。



中国: 現在と今後

信用取引の拡大が招いた株価暴落は、突如、政府当局の問題となり、市場を支えるだけの十分な施策を講じていないとの批判を浴びている。一時的な IPO 承認の停止や 1,200 億元規模の市場安定化基金の設置など矢継ぎ早に政策を打ち出したが、相場急落による追証発生、強制売却、相場続落の悪循環を断ち切る効果はなかった。中国オンショア市場の下落は隣接する香港株式市場にも影響が波及し、相場は連鎖的に下げ始めた。ギリシャ問題は、結果的に単に投資家の既に弱くなっていたセンチメントを少しだけ悪化させたにすぎなかった。

今回の中国株式の急騰と急落は、2006～2007 年の急騰と 2008 年の急落を思い起こさせる。しかしながら、2006～2007 年の中国経済は成長率 11～12%とピークに達し、インフレ率も 2006 年前半の 1%未満から 2008 年第 1 四半期には 8%のピークへと急上昇していた点に注目すべきである。金融政策は引き締めフェーズにあった。政府当局は市中銀行に求める預金準備率を 2009 年の 9%から 2013 年までに 22.5%に引き上げた(出所:ブルームバーグ、2015 年 7 月)。同期間、世界では、世界的には米国、日本、そして後の欧州と、QE が導入された時期であった。

現在の状況はその時とは全く異なっている。経済成長は 7%にまで徐々に減速し、インフレ率に至っては 2011 年の 6%から 2015 年 5 月末には 1.2%にまで低下している(出所:ブルームバーグ、2015 年 7 月)。中国人民銀行は 2014 年 11 月以降 4 回の利下げを行った。それでもなお実質金利がプラスを維持している世界で数少ない国の 1 つである。預金準備率は今年だけで 3 回引き下げされたが、依然として 18.5%と高水準である。

中国株式のバリュエーションの水準はオンショア、オフショア市場ともに 2007 年から 2013 年の間に大幅に切り下がった。歴史的に見た現在のバリュエーション水準は、今回の急上昇・下落の後も、依然妥当なものとする。CSI300 指数(上海・深セン証券取引所上場 300 社で構成)は、今期利益ベースで平均 15 倍の PER で取引されている。一方、香港証券取引所に上場されている中国株式は同平均 10.5 倍で取引されている。

結論

中国関連の株式市場は、1 年間の非常に強い相場を経て、この数週間で急激な調整局面に見舞われた。このようにボラティリティが高い時期は、中長期的な見方を取ることが重要である。中国の経済成長は引き続き減速し、政府当局は金融緩和と改革を継続するだろう。こうした状況は、実は株式市場にとって非常に好ましい環境である。中国は依然として長期的な強気市場の初期段階にあるとの当社の見方に変わりない。

足元の材料はさほど良好なものではないかもしれないが、中国政府の裁量で発動できる政策ツールは、株式市場にとって依然として強力な押し上げ要因であり、特に、中国にとって避けては通れない資本市場の開放がもたらす影響は大きい。世界第二位の株式市場を有する世界第二位の経済大国を、真剣な投資家が長期にわたって無視することはできない。



出所:ブルームバーグ、2015 年 7 月 3 日

中国株式急落に対する見方 – アジア債券の視点から

日興アセットマネジメント アジア リミテッド
2015年7月10日

中国関連の株式市場は、過去1年にわたり非常に好調に推移したのち、この数週間で急激な調整に見舞われているが、経済全般に危機的な影響を与えることはないと思われる。経済は株式市場よりも銀行システムに依存している。銀行は経済に資金を循環させる導管であり、株式市場に直接的なエクスポージャーはなく（銀行の保有株式は総資産のわずか1～2%である¹）、株価下落による大きな損失はないと思われる。株式発行による資金調達の実体経済の資金調達において果たす役割は比較的小さく、IPOが一時的に禁止されても実体経済が窒息することはない。むしろ（現在、回復基調にある）不動産市場の方が株式市場よりも経済全般にとって重要な要因である。

株式の下落の影響を最も受けるのは、ブローカー・証券会社であろう。だが、中国政府がこれらの企業に流動性を供給すると報じられているなど、このセクターも下支えされると見ている。

株価下落の影響で中国経済に減速が生じるだろうか。投資家の信頼感に影響するだろうか。家計資産に占める株式は資産全体の12～13%に過ぎないと推計されており¹（資産の大半は依然として不動産）、逆資産効果の影響は今のところ対処可能だと思われる。また、株式の運用成績は、最近の株価下落にもかかわらず、年初来では依然プラスである。

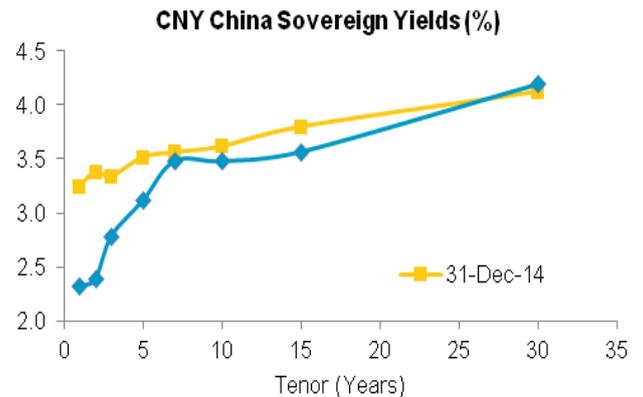
中国政府は株価下落に対処するため、様々な施策を導入した（とは言っても、今のところ下落基調を反転させることはできていないが）。政府には経済全体を刺激するマクロ手段がまだ残されている。過去9カ月の間に、中国人民銀行は4回の利下げと市中銀行に対するRRR（預金準備率）引き下げという金融緩和策を実施しているが、2015年7月9日時点で、預金準備率は18.5%前後と、依然高い水準にある。

現地通貨建て債券市場への影響

中国政府が実施してきた緩和的金融政策は現地通貨建て債券市場の下支え効果となっており、今後もこの政策の枠組みは継続するものと考えられる。株式市場が下落する中、債券は堅調に推移し、十分な流動性も確保されており、オンショアの投資家にとってボラティリティの低い投資のオプションになると思われる。

国内債券市場はこれまでのところ、株式下落による影響をそれほど受けていない。しかし、もし株式市場の下落がさらに長引くような場合は、7月8日の後場で確認されたように、中国の国債にも散発的ながらスクイーズの局面が出始めるだろう。こうした債券売りは主に、株式取引でひっ迫した資金繰りを改善するため流動性の高い債券の売却にてキャッシュを確保しようとする証券会社や運用会社などによるものである。結局のところ、株式市場の下落が進み、中国経済の見通しが悪化した場合は、安全資産を求め資金の動きが市場を支配することになるだろう。

人民元建て中国国内の国債利回り(%)



出所:ブルームバーグ、2015年7月8日

FRBは、6月のFOMC議事録の中で、米国以外の国々の経済成長速度への懸念を強調し、特に「中国とその他の新興国」について言及している。ギリシャの混乱も重なり、グローバル市場のこうしたボラティリティの高まりはFRBのリフト・オフ（利上げ）の時期をさらに遅らせる可能性がある。こうした環境下であれば、アジアの現地通貨建て債券市場は下支えられるだろう。

為替については、株式市場の急落要因は実際のところ国内投資家、特に為替市場を通じてレバレッジを掛けていない個人投資家がであったことから、人民元は比較的安定的に推移した。オフショア債券市場と同様、CNH（オフショア人民元）市場も、最も簡単に取引が可能で流動性の高い①為替市場と②オンショア国債市場でキャッシュを確保しようとする市場参加者の動きの影響を受け多少の売り圧力を感じた。ただ、一旦中国国外に持ち出した資金を国内に還流させる際の規制が厳しいため、CNH市場は国内の株式暴落の影響をさほど受けずにすんでいる。

さらに重要なこととして、株式市場の暴落は、今年急激に膨らんだバブルに対する遅すぎた調整相場であり、中国のマクロ経済や政治的見通しの悪化によるものではないとみなされている。それどころか、一部のデフレ圧力は工場レベルで今なおくすぶっているものの、中国経済が底を打ったことを示唆する兆しも見え始めている。

また、IMFのSDRの構成通貨に人民元を今年後半に採用するかどうかの検討が進んでおり、安定的な通貨政策も引き続き実施されるものと思われる。

中国株式急落に対する見方 – アジア債券の視点から

アジアクレジット市場への影響

中国のクレジット市場のファンダメンタルズ(基礎的条件)は、株式市場のボラティリティと下落の影響をさほど受けないと予想する。昨年、中国不動産市場は調整期に入ったことから、中国の不動産会社はレバレッジ縮小や在庫圧縮に注力している。マクロレベルと不動産業界レベルの双方で支援策が実施され、これまでのところ現物不動産市場は下支えされている。

不動産会社も新株発行(IPOの抑制で遅れが生じる可能性がある)やオンショア債券市場等、代替的な手段から資金調達が可能である。オンショア債券市場は不動産会社の資金調達手段として開放された。例えば、Longfor社は最近20億元の5年債を発行し、市場の反応も良好だった(応札倍率は2.4倍²⁾)。この代替的な調達手段は、オンショア市場の金利低下によりさらに調達コストの削減が可能となる。

最も大きな影響を受ける信用セクターは、ブローカー・証券会社だと思われる。当社は現在、このセクターをアンダーウェイトとしている。その他の信用セクターのファンダメンタルズは、さほど大きな影響を受けないと思われる。

当局は市場の安定を図るため以下のような施策を発表したが、これらはブローカーに悪影響を与える可能性がある。

1. CSRC(中国証券監督管理委員会)はマージン・コール(担保/融資比率150%)と強制決済水準(担保/融資比率130%以下)の要件を撤廃した。マージン・コールは証券会社の裁量に委ねられる。この措置により、証券会社はリスクに関する要件を緩和し、中長期的にはリスクを拡大するよう求められることになった。大手ブローカーは厳しいリスクコントロールの基準を有しており、マージン・コールの水準をさほど引き下げないと思われる。
2. 証券会社21社が合計1,200億元抛出しブルーチップのETF銘柄を購入することを発表した³⁾。証券会社がこの対策のために資金を投じることは、各社のトレーディング枠とは別のものであり、市場リスクの増加を意味する。
3. 一方、人民銀行は、国営である中国証券金融公司を通じて証券会社に流動性を供給すると発表した。ただし、この発表の中で、流動性支援の金額や手段については特定されなかった。

脚注

1. 出所:UBSリサーチコメント、2015年7月7日
2. 出所:CITICS、2015年7月8日
3. 出所:ブルームバーグ、2015年7月4日

ギリシャ:敗北からの勝利の可能性

ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)
2015年7月14日

通常、チキンレースは敗者にとって「あまりよい結果にはならない」。特に1950年代の自動車を使ったチキンレースの場合、結果は悲惨だ。ギリシャは債権者やパートナーに対して恐るべき反乱を起こし、同国のマルクス主義的リーダーと投票を行った国民は今、その報いを受けているといえるだろう。ギリシャの国会が必要な法律を可決し、テクノクラートが主導する挙国一致内閣が成立すれば、欧州とIMFは、厳しい予算削減に関しては特別に、ギリシャに少しは寛容さを見せるであろうが、構造改革を強く迫る圧力が弱まることはない。

ギリシャが緊縮財政と構造改革に対処できるかどうかは極めて疑わしいが、ギリシャが正式加盟国としてユーロ圏にとどまるという目標のために国内外の信頼を回復するには、その経済および政治運営を諸外国主導による諸外国の「ベスト・プラクティス」で改革する必要がある。こうした改革は2011年以降、試みられてきたが、国内での抵抗に遭い、ついには「温情的な」欧州諸国が「苛酷な」改革の中止を提唱し、ギリシャは従来やり方に戻るようになった。

しかしながら、2011年以降、財政改革は一定の成果を上げ、2014年に経済成長は回復に転じた。ところが残念なことに、Syriza(急進左派連合)は、すでに債務の「リプロファイル(ポラントリーな繰り延べ)」措置の適用を受けているものの(何年にも亘り、欧州の債権者に対する元金返済の猶予と優遇金利の適用)、これほど多額の債務を負うことは不名誉であり、債務を帳消しにする必要があるとの考えに基づき、さらなる譲歩を求めて争う姿勢を鮮明にした。債権者の寛大さにより利払いが猶予され、元本の支払いが遠い将来の出来事であるなら、誰が債務のことを気にするだろうか。確かにSyrizaはこの問題に対処してきた。おそらく、その主な理由は、そうすれば選挙で政権を獲得できる可能性があったからだ。

この破滅的な混乱の中で唯一好ましい点は、投票を行うことによって債務から逃れることはできず、諸外国が主導するこの痛みを伴う財政運営以外に選択肢はないことがギリシャ国民に示される可能性があることである。実際に「トロイカ」という言葉を復活させ、どのような経済的階級にも偏らずに国家を誘導するために構築された現代の政治的リーダーシップによって過去と決別させる救世主として歓迎すべきである。かつてあらゆるレベルで改革を拒否した多くの国々と同様、変革を起こすには真の危機が必要なこともある。

2015年の安倍政権の成長戦略:生産性改善に注目

神山直樹、チーフ・ストラテジスト
2015年7月22日

投資家の注目を集める安倍政権の「第三の矢」すなわち成長戦略について、2015年版(「日本再興戦略」改訂2015)が示された。2015年には、企業収益が過去最高水準となり、賃金上昇による消費の持ち直しが期待される。ところが、短期的には思いのほか投資が伸びず、経営者の自信が十分高まっていない。しかし、長期的には生産年齢人口の制約により投資を含む生産性向上が必須だ。2015年改訂版はこの点に焦点をあてている。政策の成否はますます民間企業の行動に依存している。我々は、年末までにガバナンス・コードの受け入れ、持ち合い株式の売却と資本効率の改善がどう示されるのかを、今後の日本経済の変化のシグナルとして注目する。

第三の矢(2015)の中身

日本国外の投資家からは引き続き安倍政権の「第三の矢」すなわち成長戦略が現在どのような状態にあり、今後どのようなことが期待できるかという問い合わせが続いている。電力改革などを終えたことから、カジノ解禁など残る規制緩和の話題は、マクロ経済へのインパクトに乏しいと考えられる。そこで、2015年の成長戦略は、「生産性革命」をテーマとしている。

生産性革命の筆頭は、投資家が最も興味のあるコーポレートガバナンスの強化だ。企業と投資家が対話することで日本企業が「稼ぐ力(earnings power)」を高める。もっとも、株主ガバナンスの強化がなぜ稼ぐ力をもたらすのかは自明ではない。日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードは「どうやって(how)」行うかについて興味を持つが、そもそも何の話をするか、何が問題かについては多くを述べていない。

何をすべきかは、イギリスでは Kay Review、日本では伊藤レポートで述べられている。つまり、コードを使って達成すべき目標は、その経済コミュニティが現時点で持っている問題意識のコンセンサスとして提示される。いま、日本では、投資家のみならず、学界や産業界の指導者たちまでが、コンセンサスとして「稼ぐ力が足りないことが問題だ」としたのだ。英国をまねて立ち上げた「コード」とレポートの組み合わせによる政策立案は、コンセンサスを重視する日本の社会に合致していることを知っておきたい。

成文法(hard laws)や諸規則(by-laws)で決めてしまっても「精神(spirit)」が共有されてなければ、実効性が低い。例えば日本では1980年代に資本の自由化を進めたが、企業は持ち合いでその実効性を薄めていた。何かをしなければならない、いま必要であるという合意が形成されることが、現実にも成果を手にする必要条件なのだ。コーポレートガバナンス・コードは東証の上場規則の一部となって上場企業に強制力を持つが、Comply or explainの仕組みにより、企業の自主性が強調されていることに変わりはない。

我々が、日本のガバナンス改革について「今回は違う(this time is different)」と感じる点は、政策とコンセンサスが同時に進むようになっていることにある。

7月16日付日本経済新聞が、主要企業の6割が2014年度に持ち合い株を減らしたと報じている。持ち合いを減らし独立社外取締役を導入すれば稼ぐ力が強まるわけではない。

しかし、現状維持を重視する「規模と安定」を主眼とする経営が株主の志向する「効率と成長」に変わることが、高齢化とグローバル化の環境で避けられないはずだ。我々は、株主ガバナンス強化が会社の変革の兆候とみなし、これからの推移を注視する。

生産性革命の第二は、IoT(Internet of Things)、ビッグデータ、人工知能などでの挑戦の加速だ。政府は、企業の取り組みを支援して、産業構造の高度化、就業構造の変化を期待する。そして、第三は、労働関連の改革だ。長時間労働是正、女性・高齢者の活躍、雇用と教育の一体化などを挙げる。女性の労働参加率上昇については、保守政党政権としては経済政策の中に組み込むことで積極的に対応しようとしている。有村治子担当大臣は、6月29日の投資家向けセミナーで、政府が2020年に指導的地位の30%を女性が占めることを目標としており、新法制定で301人以上の雇用者を持つ会社が行動目標を策定し公表することを義務付けると述べた。我々は、人口増を移民でカバーすることが政策となっていない日本では、女性の労働への参加はもっとも有効な供給制約の改善となると期待する。

一方、2015年改訂においても引き続き、サービス産業の生産性向上のための経営支援やすでに始まったプロジェクト(自動走行システム、水素エネルギー、ロボットなど)の実行等が含まれている。

好循環が始まりつつある日本経済

2015年3月期には、企業収益が過去最高水準(東証上場企業純利益合計21.2兆円)となった。上場企業のROEは2015年5月時点実績ですでに8.5%に達している。これは円安などから循環的な環境改善でおおむね説明できる。持ち合い解消による資本効率の改善やマージン重視の経営への変化が十分織り込まれた段階ではない。日本のROE水準は、欧米と比較して差が縮小しているが、十分高くない。逆に言えば、いまだ大きな構造的改善の余地がある。一方で、マージン縮小を伴わない賃金上昇(大手企業では6月時点+2.52%YoY)が消費の持ち直しに好影響を与えることが期待される。

マイナンバー制度(社会保障の共通番号)が2015年10月から導入され、システムのセキュリティの強化ニーズも強まるため、企業のIT投資増加が継続しよう。また法人税率は2014年34.62%、2015年32.11%、2016年31.33%と緩やかに減少している。産業政策として、できるだけ早く20%台まで低下させることが示されている。TPPの年内妥結が実現すれば、貿易の活発化を期待する生産設備増強も期待できる。また、ルールの統一が各国政策の予測可能性を高めるので、海外事業拡大がたやすくなる。円安で観光客数が急増しており(2014年1,341万人、2015年1-5月累計前年同期比44.9%)、外国人の旅行消費額が2014年に約2兆300億円とマクロ経済に無視できない規模となってきた。東京オリンピックまでにさらに受け入れキャパシティを増加させる必要が、国内非製造業の投資増加を促そう。

2015 年の安倍政権の成長戦略:生産性改善に注目

今後の注目点

長期的には生産年齢人口の減少が予想され、規模拡大よりも効率を改善する投資による生産性向上が必須だ。これには、資本効率を改善する適切な還元政策も含まれる。2015 年改訂版は、政府の役割が徐々に低下し、政策の成否がますます民間企業の行動に依存していることを示唆するものとなった。

短期的な企業の収益は、米国の本格的な景気回復と為替の安定に支えられるだろう。我々は、メインシナリオとして 2016 年 3 月末の日経平均 22,500 円を予想する。しかし、日本経済社会のコンセンサスが支持することで政府がリードすることとなった日本企業の改革が進めば「稼ぐ力」「資本効率」改善がこれから 2-3 年のうちに目に見える成果となりうる。この改革の成果は我々のメインシナリオでは時期も内容も十分カバーしておらず、ポジティブシナリオの範疇にある。

我々は、年末までに、コーポレートガバナンス・コードの受け入れ、持ち合い株式の売却と資本効率の改善がどう示されるのかを、今後の日本経済の変化のシグナルとして注目する。

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。