

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年8月31日

8月に起きた主要問題をどう見るか

8月は往々にして予想外の大きな出来事が発生するが、夏季休暇シーズンのため一般的に市場の流動性が低く、相場が大きく左右されやすい月でもある。今年も例外ではなく、人民元の大幅切り下げのほか、新興国市場とコモディティ価格も軒並み後退している。

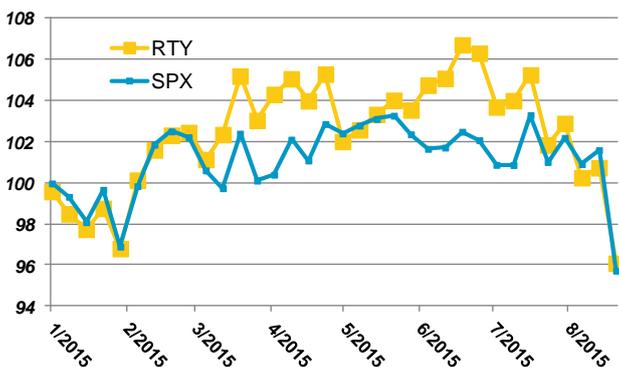
今月号の最初の記事では、オーストラリアの素材アナリストが、主要コモディティ価格や世界の経済成長に影響を及ぼす中国の最重要業種の1つ、つまり鉄鋼を取り上げる。要約すれば、鉄鋼と関連した鉄鉱石価格の上昇は期待できそうにないとの見解である。

次に、当社のインドでの合併会社のCEOとインドの主要課題について対談し、モディ政権下での経済改革の進展(または進展の欠如)の見通しについて話を聞いた。

3番目の記事では、中国金融市場担当の主要スタッフが、最近の人民元の切り下げと、IMFの特別引出権(SDR)への採用に対する影響について自身の見解を解説する。

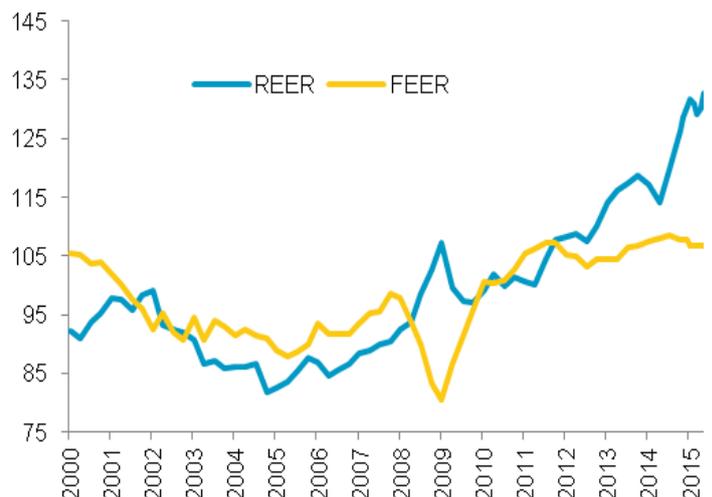
最後の記事では、当社が以前からお伝えてきたように、日本のリスク資産に投資する投資家は、日本のマクロ経済指標が冴えない結果に終わったとしても心配する必要はないことを改めて強調している。

米国株式市場(2014年12月を100とした指数)



出所:ブルームバーグ

人民元の実質実効為替レート(REER)とファンダメンタルズ均衡為替レート(FEER)の比較



出所:ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

マーケットウォッチ

米国株式市場はこのところ大きな調整に見舞われている。足元の下落局面は今年7月、中小型株(左の図のラッセル2000(RTY))から始まり、一時は非常に高い水準で推移していたNASDAQバイオテクノロジー指数でさえ、今や「地面に引きずり下ろされて」いる。実際のところ、S&P500(SPX)からも分かるように米国株式市場全体としては年初から低迷が続いているが、実際は少数銘柄の大幅な上昇がそれよりはるかに多くの軟調な銘柄の下落をカバーする形となっていた。8月21日には、年初来大幅に値を伸ばしていたこれらの銘柄の多くも急激に値を下げ、SPXとRTYはいずれも年初来で4%の下落となった。8月の市場が無風のまま終わることは減多になく、1998年のロシアの債務不履行や1990年の第1次湾岸戦争の影響はそうした8月の事件の最たる例だが、現在のマクロ経済環境の低迷はこれらの出来事よりもはるかに軽微である。とは言え、中国が世界経済に及ぼす影響は今後も注視していく必要があり、グローバル投資委員会は近いうちに会合を開き、この問題を話し合う予定である。

鉄鉱石：供給は増大、だが需要はどこに？

2015年7月23日

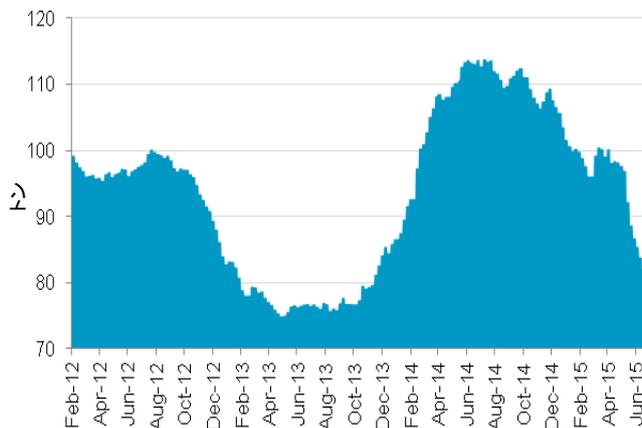
ジェームス・エジントン、リサーチアナリスト

過去12ヵ月の鉄鉱石価格の下落は、過去最高水準の能力増強投資による供給過剰が主因であった。直近では需要の減少も相場に影響を与えている。鉄鉱石価格の今後の見通しはどうか。特に中国経済が減速し、原材料消費型経済から消費主導経済に移行している中、どのように動くだろうか？

鉄鉱石や鉄鋼などのバルクコモディティの価格は、需給バランスが崩れたため下落傾向が続いている。すでに軟化を示していた市場予測すらも下回る落ち込みである。これまで当社が指摘してきた単なる供給関連の問題というよりも、あらゆるバルクコモディティの価格が2009年の世界金融危機以来最低の水準にまで下落したのは中国の経済成長とバルクコモディティ需要の主たるけん引役である設備投資の減速が背景にあると思われる。

国際指標となる鉄鉱石62%は一時1トン当たり45米ドルから60米ドルへと若干持ち直したが、この反発はどうかや短命に終わったようだ。この上昇は、季節要因による鉄鋼需要の増加、西オーストラリア州とブラジルでの異常なほどの降雨量、そしてリオ・テント社の供給量の問題等の複合的要素によるものである。リオ・テント社は年間3億6千万トン体制への能力増強をしており、どの鉄鉱石供給会社よりも大きな影響を与えている。この結果、製鉄所向けの約3千万トンの在庫が取り崩され、中国の港湾在庫は高水準から適正水準に向かい始めている(図1参照)このように、予想を上回る豪州の供給減少が、4月から6月末にかけての価格反発の理由と思われる。

図1：正常化に向かい始めた鉄鉱石の中国港湾在庫(トン)



出所：ブルームバーグ、J.P.モルガン

現在の鉄鋼価格の低迷に加え2015年第3四半期に入り鉄鉱石の海上輸送での供給が増えていることから、年内いっぱいには鉄鉱石価格が圧迫される可能性が高い。下図は主要建設用鋼材である鉄筋のメタル・スプレッド(製品価格と原料価格のスプレッド)の悪化を示している。鉄鋼価格は2002年当時の水準まで下落し、製鉄所の稼働率も世界的に70%前半と低水準で推移しており、中国を始めとする世界各国の製鉄所で収益が悪化している。こうした環境ではバルクコモディティ価格の反発は望めない。この結果、コークス用炭の価格もここ数カ月は大幅に下落しており、日本の主要顧客向け強粘結炭の四半期契約価格は、前四半期の1トン当たり110米ドルから93ドルに下落した。

図2：中国における鉄筋スチール・スプレッド(スポット価格ベース；鉄鉱石・コークス用炭の費用控除後の鉄筋価格、人民元/トン)



出所：ブルームバーグ、中国煤炭資源、J.P.モルガン

中期的な見通しは、メタル・スプレッドの回復と製鉄所の収益回復がけん引役となる。この結果を実現するには、製鉄所の稼働率が80%超に回復する必要がある。これを達成するには2つの方法がある。1つは、製鉄所の閉鎖である。雇用や地方政府に影響を与えるため、中国政府が工場を一気に閉鎖するとは考えにくい。これが中央政府の長期的な目標である。生産主体経済からの移行政策は、時間のかかる、難しいプロセスであるため、今後2、3年で実現する見込みはない。製鉄所の閉鎖は、中国経済が原材料消費型からサービス経済へ移行したことを示す重要な信号にもなる(もっとも、この信号は通常遅れて見られるが)。

鉄鉱石：供給は増大、だが需要はどこに？

もう 1 つの方法は、需要主導による回復である。これには原材料消費型産業に的を絞った刺激策が必要となる。インフラ整備や建設への刺激策が含まれる場合もある。現段階では、中国が何らかの景気刺激策を打ち出すかどうかは不明である。しかし、最近では「一帯一路(OBOR)」構想(図 3 参照)をめぐる思惑も見え隠れしている。この構想は基本的には、周辺諸国への輸出のためのインフラ建設である。この構想には、欧州およびアジアの近隣諸国さらには世界の発展に寄与するため、港湾、鉄道、道路インフラを建設することが含まれている。こうした長々期的な戦略の難しさは、中国の安価な資材が貿易パートナーの国内市場に大量に流入し、パートナーが重要な雇用主であるがゆえ、雇用の喪失をもたらす可能性がある場合に、貿易パートナーがどのように応じるかと言う点である。西側諸国がどのような態度を示すかは注目に値する。目下のところ、特に EU と米国が素材をめぐる反ダンピング訴訟を起こしている。中国に対する保護貿易的な動きが今後強まる可能性が高い。

図 3: 「一帯一路」構想



出所: 新華財金社

結論

鉄鉱石と鉄鋼市場は現在、予想以上に弱い世界需要に加え、中国の景気減速の大きな影響を受けている。同時に、過去における高価格を受けての多数の新規増産プロジェクトの影響で、供給も増加している。今後については、鉄鉱石と鉄鋼の価格見通しは、中国での需要の伸びに大きく左右される。今後 2 年以内にピークを迎える可能性が高いものの、供給は引き続き増加している。これにより価格はさらに圧力を受けるとされる。日興アセットマネジメント オーストラリアでは豪州の株式ポートフォリオにおける当セクターについて慎重なスタンスを維持してきたが、鉄鉱石価格は当面弱い相場が続くと見ており、今後もしばらくは慎重な姿勢を継続する。

インド: 主要課題についての議論

2015年7月31日

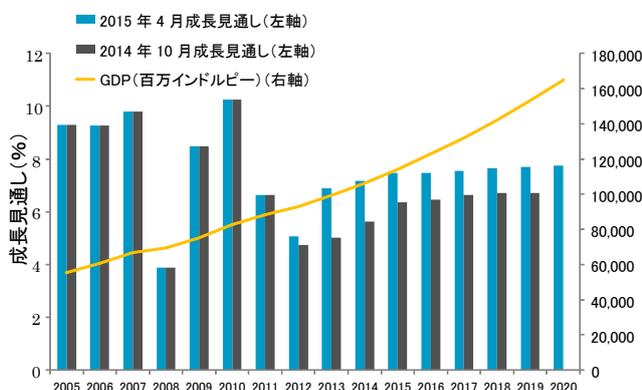
アンドリュー・ホーランド(アンビット・インベストメント・アドバイザーズ CEO)、サイモン・ダウン(日興アセットマネジメントヨーロッパ 債券シニアポートフォリオマネージャー)

2014年5月、インドで行われた下院総選挙でインド人民党(BJP)が過半数を獲得し、同党のナレンドラ・モディ氏がインド首相に就任した。一政党が単独で過半数を獲得するのは1984年以来の出来事で、予想を大きく覆しての勝利だった。新政府は変革をもたらす使命を託されたと捉えることができ、インドにターニングポイントが到来したことを告げる結果となった。

この変革は、官僚制度の排除、物流の改善と経済活動の効率化、インフラ構築、そして農業などの主要産業の近代化等を主眼とした幅広い改革である。インドは現在、世界銀行の「ビジネスのしやすさ」ランキングで189カ国中142位に位置しているが、政府は2年以内に50位以内に入るという非常に意欲的な目標を掲げている。

IMFは2014年10月～2015年4月に発表した世界経済見通しの中で、過去および2020年までの今後5年間のインドの成長見通しをいずれも大幅に引き上げた(最近のGDP改定値を反映する目的)。IMFは、同国について今後5年間にわたり年平均7.5%超の経済成長によりGDPが大幅に増加すると予想している。

IMFによるGDP見通し:インド(%)



出所: IMF

当社の債券ポートフォリオマネージャーの一人であるサイモン・ダウンはこのほど、インドへ出張の際、政府およびRBIと会談し、進展状況を確認した。また、当社とアンビット・インベストメント・アドバイザーズの合併会社であるアンビット・インベストメント・アドバイザーズのアンドリュー・ホーランドCEOとも会談した。以下は、この二人の専門家が、市場が直面する主要な課題について論じた対談である。

サイモン: これまでインドで行われてきたいろいろな分野での小規模な改革は高く評価できるが、土地収用法改正法案や財・サービス税(GST)導入法など主要改革法案については進展がみられない。次期国会とこれらの法案が可決される見通しについて見解を伺いたい。

アンドリュー: まもなく開会される国会が難航することは間違いないだろう。GST法案は進展があると予想するが、現時点で全面的に可決されるかどうかを予想するのは難しい。複数政党によるGST審議会はすでに法案に関する報告書をまとめており、これから始まる国会に提出する。課題の大半についてはコンセンサスが得られているが、一部の問題については最大野党の合意が得られていない。

土地収用法については、7月の国会期間中に進展があるとは思われない。同法案を審議している両院合同委員会は、委員の合意が得られないため、報告書の提出にまでこぎつけていない。まもなくビハール州で重要な州議会議員選挙が実施される予定で、同報告書が審議されるのは早くても11月になる見通しだ。最近では、中央政府の承認をもって各州政府に独自の土地収用法に署名させようという議論もあるが、前向きではあるものの、法的には大きな障害が立ちふさがると思われる。

サイモン: 土地収用法案は泥沼化が続く可能性が高いのは残念だ。だが、期待が持てる動きとして、インド政府が立ち上げた対印投資促進のための政府系機関「インベスト・インド(Invest India)」が再度発足した。これにより、海外投資家の窓口が一元化され、その結果各州が競って投資用の土地やインフラを提供するようになる。このため、外国からのポートフォリオ投資およびFDI(対内直接投資)にとって、土地収用法は以前ほど重要ではなくなっている。とはいえ、いずれ可決されれば、やはり国内からの投資増の大きな後押しとなるだろう。

RBIと政府は連携して中期的にインフレを抑制しようとしているが、物価動向を左右する大きな要因はモンスーンである。そこでモンスーンの影響と、どのような対策が講じられるのかについてご意見を伺いたい。

アンドリュー: 6月までは、今年のモンスーンは当初懸念されていたほど悪くはなく、農産物の収穫量も例年並みと予想され、作付け状況も正常だ。しかし、7月に入ると一転して雨不足となったため、7月末までの降雨量が収穫量水準を確実に把握する上でのカギとなるだろう。政府はモンスーン期の少雨によるインフレ率上昇の抑制に対していち早く対応しており、昨年が良い例だ。毎回の金融政策レビューにおいて最も期待が寄せられるのは、RBIの対応だ。モンスーン期の降雨量が例年以下で、総収穫量に影響が及ぶ場合は、政府によるポピュリスト的な政策(銀行による貸付債権の放棄等)や農業セクター向けの融資規制緩和が実施されると予想している。

インド: 主要課題についての議論

サイモン: 今回の出張で最も印象に残った点の 1 つが、RBI と政府の連携が明確であることであった。モンスーン期の少雨が実際に食糧価格を押し上げた場合、戦略的に行っている食糧備蓄の放出と輸入拡大を実施し、食糧不足への対応を図るものと思われる。

今後数年間のインフラ整備計画は非常に大規模で、これに向けて官民両セクターの莫大な資金が必要となる。政府支出が増加し、山積みのインフラプロジェクトが進展する兆しはあるのか。現時点で、これらのプロジェクトに対する民間銀行の融資能力はどの程度か。資金提供源として、民間では銀行以外にどのようなセクターが鍵を握ると思われるか。

アンドリュー: インフラ支出計画についての政府の意向は、直近の発注状況に映し出されている。2015 年 6 月時点でのインフラ整備発注は 52 億米ドルにのぼっている(過去 12 カ月の平均は 27 億米ドル)。プロジェクトの実施だけでなく発注にも拍車がかかっているのは間違いない。民間銀行はバランスシートが堅固であるため、プロジェクト主体が民間・政府を問わずインフラ事業への融資を行うのに最適な状況にある。しかし、そうとは言え、銀行も融資を実施するにあたっては、案件を慎重に選別するであろう。このため政府は、インフラ事業の資金調達のため、銀行・一般企業を問わず対外借入の規制緩和を一層進めるものと予想する。

サイモン: 今後の動向を占う上でこれが重要なポイントであり、韓国、日本、中国はこうしたプロジェクトへの積極的な参入意欲を示している。政府がこうしたプロジェクトへの外資参入規制を緩和し、投資を容易にする明確な道筋をつけるのであれば、FDI にも大きな弾みとなるはずだ。一方で RBI はこうした外資流入対策を採るものと当社は予想している。実際、RBI は外貨準備高を 1,000 億米ドル増加させており、今後、最低水準であった時点から 2,500 億米ドル増加させ、安心できる 5,000 億米ドルまで積み増す可能性が高い。

こうした様々な好材料があるにもかかわらず、なぜ企業収益はまだ回復しないのか。業績回復はいつごろ始まるとみているのか。また、足元の株式市場のバリュエーションについての見解を伺いたい。

アンドリュー: 業績回復の兆しは 7~9 月期に表れると見ている。受注はすでに拡大の兆候が見えており、7~9 月期には資本財・サービスセクターの業績回復に結びつくはずである。世界的なデフレ環境を背景とするインドでの利下げの可能性も景気や企業業績に一層と弾みをつけると思われる。インデックス銘柄のバリュエーション(12 カ月予想 PER)は 16.5 倍と、過去 10 年平均 PER の 15 倍よりも高いが、消費財、医薬品および IT 関連株を調整した市場全般のバリュエーションは 13.5 倍となり、妥当な水準だと見ている。

結論

サイモン: 現在インドは、政府が推し進めている政策により、今後数年間にもたらされる劇的な変貌の背景が構築されている段階で、今後ようやくインドの真の潜在力が顕在化すると思われる。これにより経済的、政治的、そして軍事的レベルにおいて、インドの世界におけるプレゼンスが変わっていくだろう。しかし、投資家は、主要政策の中には、その実行可能性に疑問符が付いているもの(結局は悪名高いインドの官僚制度に押しつぶされるとの懸念)もある。

アンドリュー: 投資家の視点は、モディ首相の唱える「Make in India(メイク・イン・インディア)」政策を推進するカギとなる土地収用法の可決に注がれているのが、この点が強調されすぎていると考える。実際、外国企業の CEO に話を聞くと、大半が、世界的に見て中国に次ぐ推進エンジンはインドだと見ており、製造業のさらに先を見据えている。この 1 週間にモディ政権が正式にスタートさせた「デジタル・インディア(Digital India)」と「スキル・インディア(Skill India)」政策は、国外企業からの大きな関心を呼んでおり、両セクターで FDI が大幅に拡大するものと予想する。すでにベンチャーキャピタルはデジタル分野に積極的に投資を行っており、SEBI(インド証券取引委員会)も同セクターに対する資金調達や上場の基準を緩和している。

サイモン: さらにインドを見ながら、現在の動向が今後の世界成長にどのような影響を及ぼすかも考えている。政治的リスクは新興国を見る上での重要性が高まっているが、世界最大の民主主義国家で政治制度も安定しているインドは、今後数十年内に一層の民主化を目指す中国とは異なり、調整過程を経る必要がない。従って、国内の改革プログラムが短期間で進捗を遂げれば、中期的な見通しは中国よりも確実性がある。そうなれば、今後数年において経済成長と改革政策が投資家に豊富な投資機会を提供すると思われる。

アンドリュー: 総じて言えば、インド政府は引き続き FDI の促進に重点的に取り組むと思われる、これが今後の成長率を押し上げるものと期待する。そしてこれにより、企業の本業と財務のギアがうまく噛み合っただけでなく業績が向上し、インド株式のファンドマネージャーの大部分にとってインドは長期的に「オーバーウェイト」になる可能性が高い。

サイモン: ありがとうございます、アンドリュー。また数カ月後にこの件について話し合いたしましょう。

なぜ中国は人民元を切り下げたのか

2015年8月13日
チア・ウン・キエン
債券シニアポートフォリオマネージャー

何が起きたのか?

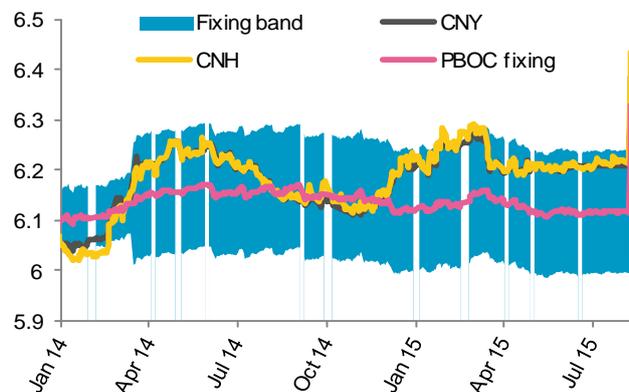
PBOC（中国人民銀行）はこのほど、3日連続で人民元の対米ドル基準値の切り下げを行った。具体的には、8月11日に1.8%、同12日に1.6%、そして同13日に1.1%それぞれ切り下げを行い、3日間合計で4.5%の切り下げとなった。人民元の切り下げは、国内外の市場において人民元売りを誘発した。PBOCが人民元買い・米ドル売りの為替介入を行ったと報じられた12日午後の時点までの間に、国内市場で4%、海外市場（オフショア人民元）で6%、それぞれ下落した。

変動相場制への移行と通貨切り下げの一石二鳥

すべては、現地時間8月11日午前9時15分に始まった。PBOCが、人民元の対ドル為替レートの基準値（中間値）を市場の実勢に合わせて、1回限りの調整を行ったと、突然の発表を行ったのだ。この市場の実勢レートが、昨年の後半以降、公式基準値よりも1%ほど低い水準で推移してきた（8月10日の終値では1.4%、図1参照）ため、その差を解消すべく切り下げに踏み切ったというのだ。PBOCはまた、将来的に基準値を、35社の値付け業者による呼値によって決定するとの方針も発表した。なお、これら業者については、その大半を中国の銀行が占め、中国国内に拠点を持つ外国銀行も一部含まれるとのことである。PBOCは、市場に即した公式基準値を採用することで、国内と海外の為替市場が収斂してゆくとの見通しを明らかにした。

11日の朝、PBOCの発表に接した市場参加者たちは、当初、切り下げよりもむしろ自由化の方に主眼を置いた動きであると見ていたが、その後、政策決定者には一定程度、通貨切り下げの意図があったことを確信するに至った。当社の見解は、今回の措置には自由な市場メカニズムへの移行と経済成長の回復という2つの目的があり、両者は同等の重要性を帯びているというものである。

図1：中国国内市場の対米ドル人民元と海外市場の対米ドルオフショア人民元とPBOCの対米ドル基準値の実勢終値



出所:ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

IMF（国際通貨基金）のお墨付き

周知の通り、人民元がIMFのSDR（特別引出権）の価値を決定する通貨バスケットに採用されることを中国は長年にわたって切望してきた。同様に、IMFも人民元のSDR採用に前向きであることが日を追うごとに明らかとなっており、最近も「自由な有用性」の定義は、SDR採用通貨が完全に兌換可能であることを求めるものではなく、ある程度の市場管理は許容されると表明した。しかしながら、実際には公式為替レートに近い水準で取引されているスポット市場はなく、人民元の公式為替レートが市場の実勢レートであるかどうかは疑問視されてきた。そのため、PBOCが公式為替レートの見直しを迫られるのは不可避だったのだ。また、PBOCが最初に人民元切り下げを行った日の翌日（水曜日）、IMFが声明を発表し、PBOCの措置を歓迎する意向と共に、結果的な人民元切り下げがSDRの決定に影響を及ぼすことはないとの考えを表明していることから、今回の中国による措置はその発表に先立って、IMFの了承を受けていたことは明らかと考えられる。

通貨切り下げは、金利引き下げの代替とはならず、むしろ金利引き下げの効果を増強する

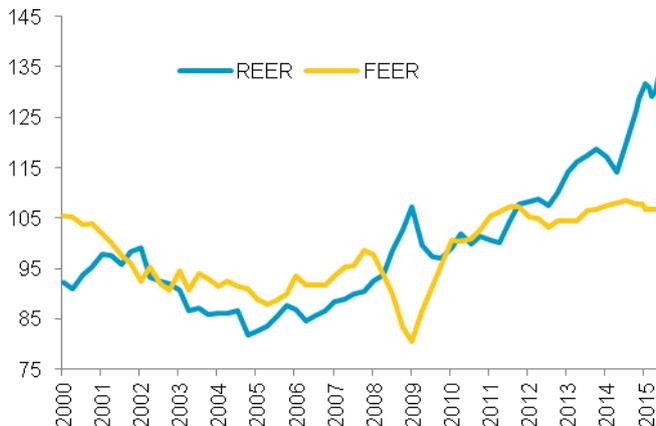
過去数日間に発表された7月の貿易収支、消費者物価指数、生産者物価指数、マネーサプライ、鉱工業生産の各経済統計によれば、中国経済は第2四半期に一段と減速したものと考えられる。従って、政策決定者に対しては、あらゆる経路・手段を通じて景気テコ入れを行うよう圧力が高まっており、その内の1つが、通貨切り下げによる恩恵が期待できる輸出ということになる。しかし、通貨切り下げは諸刃の剣である。第一に、通貨暴落を回避するための為替介入をどこかの時点で行うことなく、切り下げ幅を管理するのは困難であり、しかも、介入は国内の流動性を収縮させる結果につながる。したがって、通貨切り下げは金利引き下げの代替措置ではない。第二に、通貨切り下げによる直接的な恩恵を享受できるのは輸出産業のみである一方、輸入産業は不利益を被り、非貿易関連産業も直接的な恩恵を享受することがない。インフレ上昇懸念はないことから、輸出産業以外に対する景気支援策として、引き続き金利引き下げが求められる。通貨切り下げは、総合的な金融緩和策として、短期的に金利引き下げ効果を強めることになるだろう。

人民元は5~10%ほど割高

1994年1月に実施された前回の通貨切り下げ以降、中国政府は景気対策の手段としても、またインフレ対策の手段としても、外国為替を用いてこなかった。2008年の世界金融危機の直後、人民元が安定的あるいは緩やかな切り上げペースを維持したことで、国際舞台における中国の地位は実際に高まった。これにより、人民元の実質実効為替レート（REER）は、2000年以降の長期的な平均レートと比較して30%超上昇した（図2参照）。需給ギャップと経常収支ギャップに合わせて調整した当社の社内評価モデルによれば、人民元は5~10%程度割高な水準にある。これを受けて、当社では、PBOCは管理された段階的な方法により、人民元の5~10%程度の切り下げを目指していると考えられる。

なぜ中国は人民元を切り下げたのか

図 2: 人民元の実質実効為替レート(REER) と ファンダメンタルズ均衡為替レート(FEER)



出所:ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

債券市場の自由化

中国市場の自由化という壮大な計画においては、最近の債券市場の「自由化」も重要な動きと考えている。8月7日に発行された遼寧省債は、今回新設された地方政府債市場において、実質的な市場水準で発行された最初の債券となった。5年債、10年債のクーポンは、中国国債の5日間の平均利回りにそれぞれ0.29%と0.52%上乘せしたものであり、中国国債利回りの15%に設定されたスプレッド上限が適用された。先週金曜日の遼寧省債の入札までは、全ての入札において、国債とのスプレッドは事実上ゼロとなった。発行市場周辺では、遼寧省債の入札が低調に終わったのは、従前から取引が多い銀行2行以外の入札参加招請に省政府が失敗したことによるものであり、目標額は未達だったと言われている。これ以上銀行に地方政府債入札を支えさせる必要はないとの決定を中央政府が下したかどうかは、明らかではない。もしそうだとすると、今回の為替政策の見直しが行われた今となっては特に驚くことではなく、市場の自由化という動きの中で、地方政府債市場が重要な位置を占めてゆくことになるのは確かだと、当社では考えている。

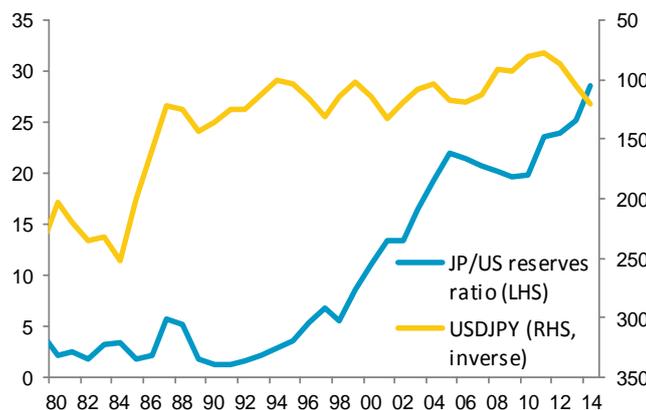
SDR 採用延期により、SDR 採用時の比率増加の可能性が上昇

すべては、IMF が先週、2016年9月まで延期するだろうと述べた、人民元の SDR 採用を巡る問題へとつながる。採用延期により、中国は他国の中央銀行に対し、外貨準備に人民元を加えるよう、より長い時間をかけて働きかけることができるようになるだろう。SDR における採用比率は、国際貿易における人民元の平均決済額と、世界各国の外貨準備高に人民元が占める割合とによって算出される。後者を除外して考えると人民元の比率は10%をかなり下回ることになる。SDR 採用通貨の比率見直しは5年毎に行われるため、人民元は採用されても5年間はこの比率で固定される。したがって、国際貿易の決済額で実績のある中国にとって、SDR 採用が1年遅れることは15~20%の採用比率を達成する可能性を高めるものとなり、15~20%という比率は、その後の5年間、中国に利益をもたらすだろう。

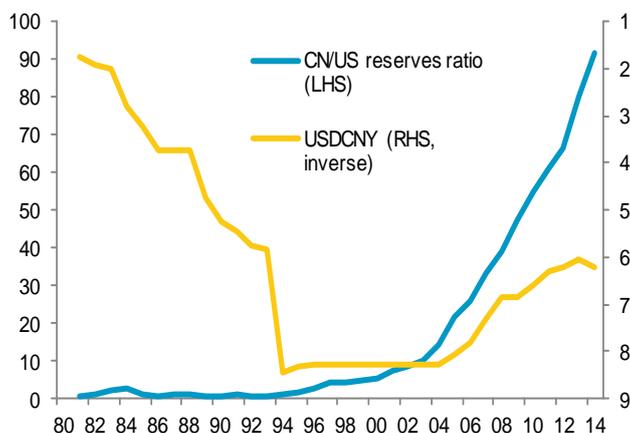
長期的利益のための短期的な痛み

来年、中国による他国の中央銀行への働きかけがさらに成功すれば、世界の中央銀行が米ドルを人民元に置き換えるというだけで、人民元の暴落は阻止されることになるだろう。そして、ひとたび SDR に採用されれば、人民元はまた、準備通貨としてのシニョリッジ(政府・中央銀行が発行する通貨・紙幣から、その製造コストを控除した分の発行利益)が得られる。SDR 採用後の長期的な米ドル・人民元レートについては、1980年に SDR に採用されて以降の20年超における日本円の上昇ペースから推測するしかない(図3、4参照)。

図 3 & 4: SDR 採用における日本の先例



出所:ブルームバーグ、日興アセットマネジメント



出所:ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

結論

当社は、人民元は向こう数カ月、少なくとも FRB(米連邦準備制度理事会)が最初の金利引き上げを実施するまでは軟調に推移すると見ているが、人民元が対米ドルで10%以上切り下げられるとは予想しておらず、今後1年以内に、人民元は SDR に採用されると考えている。その後人民元は、対米ドルで長期的に上昇基調を辿るであろう。

日本の成長率は期待外れな結果に？ (再び)思い出すべき重要なポイント

2015年8月18日

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト

2015年第2四半期(暦年ベース)の日本の実質GDP成長率(以下「成長率」)は相当の悪化を見せたものの、年率換算では前期比-1.6%に留まり、ブルームバーグのコンセンサス予想をやや上回った。繰り返すが、この種の悪い指標は、投資家にとって、すぐに逃げ出さなければならないことを意味するわけではない。しかしいくつかの非常に気になる点があることも事実だ。まず、第三次産業への支出に関する最近の月次レポートが示唆していることであるが、サービスに対する個人消費支出は極めて低調である。第二に、このところ月次ベースで見た輸出物価が低迷していたことから、第2四半期ベースの数値も同様に弱いものになることは明白であった。従って、エコノミストはこうした月次統計をもとに弱い第2四半期GDPを予期していたとは言え、懸念の高まりを受けて、投資家は、今後の経済指標により厳しい目を向けるようになることが予想される。

いつものように、これらの統計について知っておくべき重要なことがある

第一に、これらの統計は大幅に修正されることが少なくなく、とりわけデータにいくつかのアノマリーが含まれていることを考えれば、第2四半期の成長率が上方修正されたとしても不思議ではない。具体的には、1) **2015年第1四半期の成長率は大きく上方修正されており、それを考慮しなかった場合、第2四半期の前期比成長率(季節調整済み年率換算)はわずか-0.8%となる。**2) アノマリーの主な原因は「不突合要因」(実質GDPの構成要素の合計と実質GDPの差)が大幅なマイナスに留まっていることであり、そのためGDPは実態より低い結果となった可能性が高い。事実、第1四半期の成長率が上方修正された理由の一つは、この不突合要因が改善したことにある。3) (インフレ調整後の)実質在庫残高の減少幅は第1四半期を下回り、第2四半期の成長率にわずかながらプラス寄与したものの、円ベースでは減少が続いている。日本の実質在庫残高は2009年初め以降、26四半期中22四半期で減少し、累積数量在庫の減少は累計53兆円(USD/JPY平均で計算した場合、約5,000億ドル)にのぼるが、その間、GDPは5%拡大している。これは、明らかに成長率が実態と乖離していることを表していると言ってよいだろう。これに対し、米国でも同様に在庫効率を高めることを目指しているにもかかわらず、実質在庫残高は同期間中に7,520億ドル増加し、GDPは11%拡大している。

第二に、日本ではGDPの数値と企業収益の間に相関関係がない。以前から申し上げているように、成長率が冴えないにもかかわらず、日本企業の収益は過去10年間、かなりの堅調さを保ってきた。利益率が歴史的な高水準にあり、**第2四半期の経常利益が前年同期比で30%近い伸びを示していることから分かるように、この傾向は2015年も続いている。**円安が足元のトレンドにある程度の役割を果たしていることは言うまでもないが、特にサービス業の収益が好調だったことから、日本経済は統計が示すほど軟調ではないことがうかがえる。またコーポレート・ガバナンスが改善していることも日本企業の収益拡大の重要な要因であり、景気低迷による悪影響を打ち消す形となっている。

コーポレート・ガバナンスは今や日本の企業文化に深く根付いており、そのことは今後の企業収益改善のプラス要因として働くことが予想される。

今後の見通しに関して言えば、2015年第3、第4四半期の前期比成長率(季節調整済み年率換算)に関するブルームバーグのコンセンサス予想は2.0%となっており、第2四半期の成長率はアノマリーだった可能性が高い。しかし成長トレンドが低下したことは事実であり、当社は2015年通年のGDP成長予想を1.1%から1.0%に引き下げる。(ブルームバーグのコンセンサス予想は0.9%)逆算すると、今後2四半期の前期比GDP成長率(季節調整済み年率換算)は2.9%となる。こうした前提を踏まえ、当社は1) 四半期ベースの実質在庫残高はプラスに転じ、2) 不突合要因は大幅に縮小し、3) 個人消費は第3四半期に緩やかに回復した後、第4四半期にはより大きく回復し、4) 第2四半期に大幅減となった純輸出は緩やかに回復すると予想している。

要約すると、当社が以前からお伝えしてきたように、日本のリスク資産に投資する投資家は、たとえ経済指標が期待外れに終わったとしても極端に心配する必要はないと見ている。事実、GDPの低迷にもかかわらず、昨年のTOPIXは企業収益の堅調な伸びにけん引されて大幅に上昇しており、マクロ経済的な観点に基づいた日本株式に対する懐疑的な見方は根拠に乏しいと言えるだろう。

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。