

EVOLVING MARKETS FOCUS

市場をかき乱す主要なグローバルマクロトピックへの考察

今月は、市場を悩ませている中央銀行と通貨に関する問題を取り上げる。最初に、日銀が最近取った大胆な行動であるマイナス金利の導入について見解を述べる。1 つ目のレポートは当社のチーフ・グローバル・ストラテジスト、2 つ目のレポートは当社の日本のチーフ・ストラテジストによるものである。

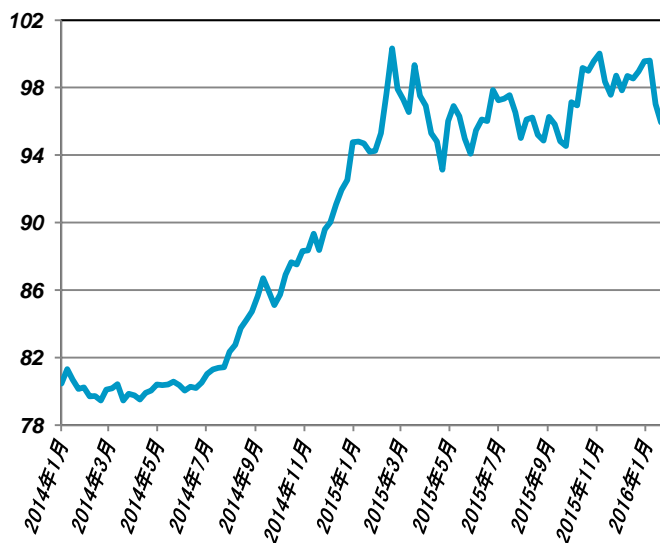
次に、最近の出来事の根本にある原因をより深く掘り下げるため、当社の CIO-インターナショナルが、主要グローバルトレンドにおいて米ドルが果たす中心的役割を、特に原油価格の観点を中心に示す。

その後、当社のエジンバラ拠点のグローバル株式運用チームが、担当であるグローバル株式市場について、今後の見通しを説明する。

最後に、当社の主要な運用担当メンバーが、人民元の将来について、読者の参考となりやすい形で議論を展開する。

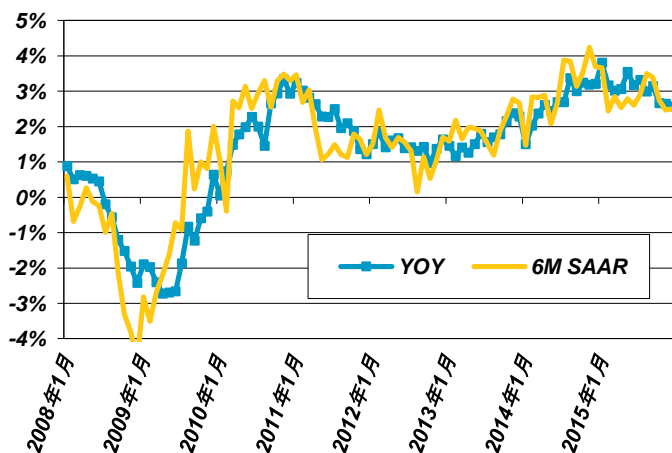
これら全てのトピックに対する考察が、今後の運用パフォーマンスを大きく左右する。当レポートが読者にとって興味深く、役立つものであることを願う。

ドル指数(DXY)が引き続き上昇



出所:ブルームバーグ

米国実質個人消費の推移



出所:ブルームバーグ

マーケットウォッチ

コモディティ価格が下落したため、名目ベースでの小売売上高は抑制されているが、実質ベースでの米国個人消費は非常に堅調である。消費者心理や金融市場のボラティリティが高いにもかかわらず、GDPの7割近くを占めるPCE(個人消費支出)は力強い。実際、12月の実質PECは前年同月比で2.6%、6ヵ月間のSAAR(季節調整済み年率換算値)で2.5の拡大を見せた。当社では、PCEが2016年第1四半期も前期比SAARベースで2.9%と堅調な伸びを示すと予想しているが、経済の他の部分については更に鈍化すると見られるため、当四半期のGDPは予想を下回る可能性がある。これは、完全な景気後退の始まりではなく、むしろ「ソフトパッチ」であると見ている。しかし、地政学的動向やその他の大きな波乱要因が、経済を緩やかな景気後退へと追いやる可能性はある。

2016年2月1日

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト

日銀ウォッチャー達は残念ながら、なかなか安眠させてもらえそうにない。というのも、黒田総裁は、意図した結果を得るには、市場を驚かせるのが最も効果的だと考えているからである。黒田総裁はこれを、十数年前に財務省で為替介入の責任者を務めた際に学んでおり、日銀総裁となってから取ってきた主要な行動の全てにおいて、市場を大きく驚かせている。ECB(欧州中央銀行)が既に結構な期間にわたってより厄介なマイナス金利政策を導入してきていることを考えると、日銀のマイナス金利導入は特に過激な行動ではなく、ある程度は予想されて然るべきであったが、実際には予想されておらず、市場は大きく反応した。

日銀のこの行動における真の目的は、通貨安競争を始めることではなく、国内(銀行に限らず、他の企業や個人を含めて)の投資とリスクテイクを促すことにある。銀行にとってのリスク選択肢は、新規の累積資産を日銀に預けて「保守的に」損失を出さずか、或いはそれを貸し出しに回すかの二択である。適切に実施されれば、後者の方が銀行ばかりでなく経済全体にとっても良好な結果をもたらすことは明白である。銀行にとっては海外での買収に更に投資するという選択肢もあるが、これは日銀の目標に反することになる。リスクテイクの促進は、日銀にとって黒田氏の総裁就任前からの長年にわたる政策目標であり、個人投資家の投資心理を改善するためのETF(上場投資信託)購入などが実施されてきた。実際、株価や都市部の地価、銀行貸出額は総じて改善し、経済は完全雇用状態で「潜在成長率」に近い水準にあるものの、この日銀のリスクテイク促進策は大成功したとは言い難い。一方で、全く何のアクションも取らなかったよりは状況はましだと言えるだろう。今回の日銀の行動で、多くの投資家に加え金融セクターは確実に「足元に火が付いた」状況になっており、これまで同様、大成功とは言えないものの(アクションを何も取らないよりはましな)何らかの効果が期待できると見ている。

金融市場への影響ということでは、マイナス政策金利が適用されるのは日銀当座預金全体のごく一部(時間と共に拡大すると想定されるが)であるものの、債券市場は非常に大きく反応し、イールドカーブの「中期ゾーン」の利回りが初めてマイナス圏へと低下した。これは、(日銀を含め)投資家が新規の資金(または償還金の再投資分)を保守的な運用商品に投資すれば損失を被ることを意味する。実際、政策金利も債券利回りも実質ベースでは過去2年以上にわたってマイナスとなっているが、新しい名目ベースでのマイナス金利政策はこのトレンドを著しく加速させるものである。したがって、投資家はマイナス・リターンに苦しみたくなければ、他の投資先を探さざるを得なくなる。個人の預金者は、(他のマイナス金利採用国と同様)引き続きゼロ金利を受け取ると見られるが、多くの大企業や銀行についてはそのような状況とならないよう、日銀が目光らせている。他のリスク資産に投資するのか、それともリスクを取らずにただ損失を受け入れるのか。流れがどちらに向かうのかを見極めることは不可能だが、少なくともマイナス金利政策が採用されていなかった場合よりはリスクを取るようになる可能性が非常に高い。

日銀がマイナス金利を導入したもう1つの理由は、QE(量的緩和)が日銀の目標達成にこれ以上寄与しないように思われ、また日銀のバランスシートが既に肥大化してしまっているためである。実際、マイナス金利政策が債券利回りを十分低く抑えることができれば、QEはむしろ徐々に縮小していくことができる。特に、日銀が(既存の当座預金のほとんどに適用されている)0.1%金利の適用対象当座預金を減らしたり、または超過準備に適用するマイナス金利を更に引き下げたりした場合には尚更である。

日銀が予想外の行動をとった最後の理由は、足元で世界経済が予想以上に悪化するなか、経済状況の悪化を待たず、事前予防的に動くこととしたためである。確かに、この動きにより金利の更なる引下げが可能となり、現在のECBと同様、経済が更に悪化した場合の対応策として、新しい強力な武器を手にしたことになる。

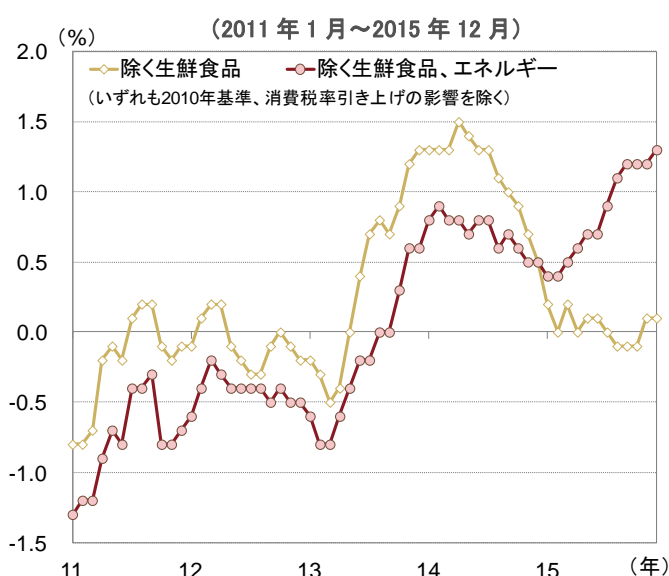
このマイナス金利のニュースを受けて、日本円はもちろん下落したが、前述のとおり、これは日銀の主目的ではない。円安は、それに伴う株価の上昇とともに、日銀の目標達成を助けるものではあるが、特に有権者が食料品の値上がりにうんざりしており、日本政府が米国連邦議会によるTPP(環太平洋経済連携協定)法案可決を心待ちにしている今、日銀が更なる円安を求めているとは思われない。本稿が日銀の主要な象徴的目標であるCPI(消費者物価指数)に言及してこなかったことにお気付きかもしれないが、円安はCPIの上昇を促すものの、より広範な経済や資産価格の回復が住宅賃貸料を押し上げ、デフレスンチメントを完全に払拭しない限り、一時的なものとなる可能性が高い。この点では、特に最近の世界経済環境を考慮すると、日本は依然道半ばであり、その目標が達成されるまでは、日銀ウォッチャー(および他の資産クラスストラテジスト)達はなかなか安眠させてもらえないだろう。

2016年1月29日
 神山直樹、チーフ・ストラテジスト

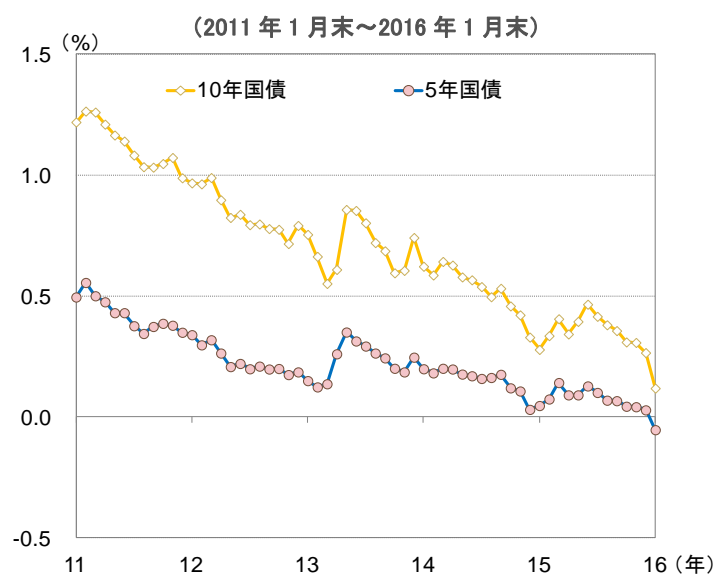
日銀は29日、今年最初の金融政策決定会合において「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。日銀は、2%の物価安定目標の実現をめざし、これを安定的に持続するために必要な時点まで金融緩和策を継続する方針である。すでに、欧州ではデフレや景気減速懸念を取り除くためにマイナス金利が導入されており、日銀も追随する格好となった。

今回決定のポイントは、日銀が市中銀行から預かる当座預金(日銀当座預金)の一部にマイナス金利(▲0.1%)を適用し、必要な場合は同金利をさらに引き下げる点である。つまり、今後の緩和手段は、これまでの「量」と「質」に「マイナス金利」が加わったことになる。

消費者物価指数(前年同月比)の推移



10年国債と5年国債の利回り推移



出所: 日興アセットマネジメント
 ※上記グラフおよびデータ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。

主な国内市場の終値は、日経平均株価は前日比 476 円の上昇、円は前日比 1 円以上の円安・米ドル高の 1 米ドル=120 円台となった。債券市場では、残存年限 8 年程度までの国債利回りはゼロ%を下回った。15 時過ぎの 10 年国債は過去最低の 0.118%、5 年国債は▲0.054%となっている。

今回の政策変更は、芽生えはじめたインフレ期待の維持・強化のためにはポジティブといえる。なぜなら、原油価格の下落で世界的にデフレ懸念が残り、米国の利上げペースが遅れる可能性があることや、ECB(欧州中央銀行)が追加緩和の方向にあることなどの外部要因と、日本からの輸出数量が明確な伸びを示すには至っておらず、生産の伸びにつながらないといった国内の経済状況があると考えているからである。

今回の追加政策のタイミングは、ほとんど予想されていなかったという意味でサプライズであり、日銀が経済環境を注視し、2%のインフレ目標に強くコミットしているという「アナウンスメント効果」が強いといえる。

また、マイナス金利という「刺激的」な政策からは、国債買入れを中心とする日銀の政策実行の行き詰まり懸念を払拭しようとする意欲が伝わってくる。日銀は、インフレを促すという政策効果の最大化を適切にめざしていると考えられる。

一方で、インフレ目標政策が「期待に働きかける」政策であることから、市場関係者の受け止め方が注目される。発表当日の株式市場では、銀行収益の低下懸念と円高懸念の後退が交錯して値動きが大きくなり、円相場はひとまず敬意を表して円安・米ドル高になったものの、全体としては消化難の段階とみられる。日銀内でも、今回のマイナス金利の導入が賛成 5 対反対 4 の票決であったことは、それだけ評価が分かれていることを示唆している。

政策の副作用としては、特に米国中心の世界経済の回復が思ったほど進まない場合、銀行の収益と機能の低下だけが進行してしまうことだ。また、マイナス金利の導入にまで緩和手段を拡げたとしても、インフレの期待が強まらなければ、インフレ目標政策そのものが機能しにくくなると考えられる。

今回の政策変更は、ひとまずポジティブと評価した上で、今後、市場参加者が債券よりも株式を好むポートフォリオ・リバランスを強めるのか、銀行の融資態度が強まるのかに注目したいと思う。どちらにしても、世界景気への信頼感が強まる必要があることに、注意が必要である。

2016年2月4日

ユージン・ワン、副社長執行役員 兼 運用グローバルヘッド 兼 最高投資責任者(CIO)-インターナショナル

「1月バロメーター」と呼ばれる説がある。1972年にイエール・ハーシュが初めて提唱した経験則で、1月の株式市場が軟調だった場合、その年の株式市場は軟調に終わるといものである。2016年1月の株式市場は、日本銀行がマイナス金利を導入したことにより月末に駆け込みの「安堵の上昇」を見せたものの、月を通じてのパフォーマンスは2009年以来最悪となった。そのため、「1月バロメーター」説の支持者が多少懸念を示しているのも無理はないと言えよう。

市場参加者の間では、1月の株価下落の主な要因は以下の3点であるというのがコンセンサスとなっている。

- 中国経済に対する懸念。北京当局の政策意図に透明性が欠けるなか、人民元の更なる下落、中国株式市場のボラティリティの激化、そして同国からの大幅な資本流出の報道により、世界の市場参加者が中国経済の悪化とその波及的影響の可能性を深く懸念した。
- 原油価格が、下落のスピードも幅も市場の予想を上回る形で、1バレル30ドルを割り込んだこと。これは明らかに、中国経済の「ハードランディング」シナリオの可能性が高まったことに関係しており、その懸念がエネルギーおよびその他のコモディティ市場、そして新興国市場全般の急落につながった。
- FRB(米連邦準備制度理事会)が年内に4度の利上げを実施する可能性があること。現在、市場に織り込まれている利上げは2回分に過ぎず、大きな乖離が生じている。

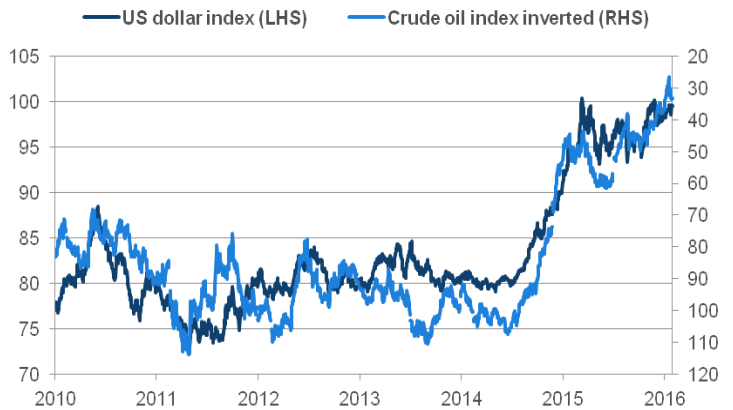
この中で最も射ているのは3番目の解釈であろう。というのも、これらの市場の急変動は全て、最終的に「キング・ドル(ドル独歩高)」環境に起因していると言えるからである。この「キング・ドル」環境は、FRBが金利の緩やかな引き上げを2015年半ば頃から開始すると予想した2014年半ば以来、続いてきた。

「キング・ドル」回帰の影響は多岐に

原油価格の下落要因として最も多く挙げられるのは、(特に中国経済の鈍化による)世界的な需要の低下、サプライ・ショック、在庫の増加、そしてOPEC(石油輸出国機構)の実質的な機能マヒである。これらの要因の一部は明らかに原油価格下落の一因となっているものの、残りの要因については、データを見る限り説得力がかなり弱い。例えば中国の原油需要だが、これは低下していない。EIA(米エネルギー情報局)によると、2015年の最初の11ヵ月間で前年同期比8.7%の上昇となっている。また、EIAは2015年の世界の原油消費量が1.4%上昇したと見ている。OPECが実質的に機能していないという事実については、1年以上前の古いニュースであり、市場は既に十分織り込み済みである。

原油価格の下落が始まった時期は、2014年半ばに米ドルが長期的に続いたボックス圏から抜け出した時期とかなり近い(以下のチャートを参照)。相関関係の存在は必ずしも因果関係の存在を示すものではないが、過去18ヵ月間で米ドルが上昇した際には、コモディティ価格が下落している。原油やその他のコモディティは米ドル建てで取引されていることから、米ドルの動きがコモディティ価格になんらかの影響を与えているものと考えられる。歴史的に見ると、米ドル高は原油の急落を招いており、1980~1985年と2000~2005年がその良い例である。メディアは原油価格急落の原因について、様々な説をそれらしく報じているものの、最も妥当な原因は単純に「キング・ドル」の回帰にあるようである。

米ドル指数 vs.原油価格指数(上下反転、米ドル・ベース)



出所:ブルームバーグ(2016年2月1日現在)

新興国市場の問題も、「キング・ドル」で説明することができる。1994年のメキシコ・テキサス危機から直近のアジア通貨危機に至るまで、新興国市場では米ドルが急上昇する度に危機が発生している。ドル高が新興国市場の下落をもたらす経済的な要因については、特に新興国にとって米ドル建て債務の返済コストがより割高となるという事実をはじめ、広く知られている。コモディティ市況の過熱に伴ってエネルギー関連の貸出しや新興国の債務は拡大してきたが、これは広く報道され周知されており、ネガティブサプライズとなる可能性が低いことは明るい兆しと言えよう。

ドル高はまた、ドルペッグ制を採用している全ての国にとって、その政策や売り込まれるリスクの再評価を余儀なくしている。中国当局は、IMF(国際通貨基金)のSDR(特別引出し権)構成通貨バスケットへの人民元採用を推し進めるため、ドルペッグ制から脱却したと主張しているが、ドルが「キング」(=ドル高)の時にドルに連動させることはそもそも意味がない。

FRBが金融引き締めを示唆したことにより実質金利が大幅に上昇

原油価格の下落、近年の新興国市場の低迷、そして中国の通貨政策の失敗の最大の要因が「キング・ドル」であるとするなら、そのドル高を引き起こしている根本的な要因は何か?それは明らかにFRBの金融引き締め政策である。これまでに小規模な利上げが1度実施されたに過ぎないものの、「ドット・プロット」で継続的な利上げが示唆され、実質金利が大幅に上昇したことにより、引き締めは実際には2014年半ばから行われていたと言ってもよく、見掛け以上に引き締め意図が明確で経済への影響が大きいものである。

ドル高がインフレ率とインフレ期待を抑制しており、これが実質金利に大きく影響している。米国のCPI(消費者物価指数)上昇率は2015年を通してゼロに近い水準であった一方、米国10年債の利回りは約2%で高止まったため、実質金利は大幅に上昇した。デフレ環境であることを考えると、これが米国企業の資金調達コストをより割高にしている。

ドル高は海外にも影響を及ぼしている。米ドルは依然として誰もが認める外貨準備通貨であり、世界の債務の多くが依然としてドル建てであるため、ドル高になるとドルの需給がタイトになることを意味する。これは世界的な金融引き締めと同等の効果をもたらす、特に貿易がドルベースで行われる新興国にとってその影響が大きい。2015年はインフレ率が低下したため、実質金利が世界的に大きく上昇した。

2016 年の見通し

当社では、2016 年の先行きは FRB の動向次第であると考えている。FRB が 2015 年 12 月に示した通り継続的な利上げを実施した場合、現在の危機的状況は継続すると思われ、本格的なベアマーケットとなる可能性もある。FRB はエネルギー価格下落の効果が一時的なものになるとの考えを示しているが、消費者が物価が恒久的に下がると考えるようになれば、インフレ期待の低下が結果として実質金利の更なる上昇に繋がり、全ての資金の借り手に影響を及ぼす可能性がある。実際、原油価格が下落し始めて以来、過去 18 ヶ月間における真の金融引き締め幅は大きく、ついに経済や企業収益への悪影響が見え始めている。

FRB が継続的な利上げを実施できる可能性は低い。当社では、FRB がやがて世界経済が低(またはゼロ)成長の状況にあるという現実を受け入れ、発言やアプローチをよりハト派化させ、その結果、米ドルが軟化すると見ている。ここ数週間では、FRB の「政策エラー」に関する議論が白熱している。株式市場が現在の水準で低迷を続けるか、または更に大きく下落した場合、このような声が更に大きくなり、ついには政策エラーが現実のものとなる可能性さえある。これは、多くの本邦投資家に、日本が過去 20 年にわたって量的緩和を繰り返し中断してきた過去を思い起こさせる。これは日銀最大の政策エラーであり、「失われた 20 年」の要因となった。

当社は、マリオ・ドラギ総裁が ECB の追加緩和を示唆したように、また日銀が 1 月末に金利をマイナス圏に引き下げたように、FRB が今後の利上げを見送ると見ている。これが世界の株式市場に追い風となり、「1 月バロメーター」が示唆した悲観的な 1 年を回避できる可能性は十分にあると考える。

構造的リプライシングの発生か、それとも単なるボラティリティか

2016年2月17日

日興アセットマネジメント

エジンプラ・グローバル株式運用チーム

今年のグローバル株式市場は、市場センチメント悪化や、中央銀行のアクションがグローバル経済を引き続き支えることができるかどうかに対する懸念により、非常に厳しいスタートとなった。この株価調整は、日興アセットマネジメントのグローバル株式運用チームにとっては、それほど大きなサプライズではなかった。その要因は以下の通りである：

1. 長年にわたる QE (量的緩和) により人為的に押し上げられてきた株式のリスクプレミアムが、低い水準にあった。
2. 企業業績予想が、収益性の規模と成長率の両方において高かった。
3. 中国が世界の通貨安競争を激化させた。
4. 世界の新興国債券、およびエネルギー・コモディティ関連投資は全て、「フラッシュ崩れ」(潜在的な将来性を秘めながら失敗に終わること) となった。

しかし、株価下落の規模とペースは深刻なものとなっている。株式市場だけでなくクレジット市場も大きく悪化したことは、投資家に明らかな弱気シグナルを示しており、売却と巻き戻しの負のスパイラルを引き起こしている。「勝ち組売り」(より好調だった銘柄を売ること) と主要指数/ETF の空売りが行なわれる現在の市場局面では、株式市場で個別銘柄材料が無視されてしまいがちになるため、我々にとっては非常に困難な環境である。

結果として、我々は(初めてではないが) 難しい判断を迫られている。この状況が、ボラティリティ/ローテーションを単に後追いつるのは「愚か者のゲーム」で、辛抱が最後には報われるものなのか、それとも、株式の構造的なデフレ・リプライシングが起きており、各中央銀行が創造性に富んだ金融政策を更に実施せざるを得なくなるのか。

「じっと我慢しろ」説：この主張を裏付ける要因は？

株式市場は相当の期間にわたって下落しており、S&P 500 指数 (米ドル・ベース) は高値から 147 日が、MSCI AC World 指数は高値から 193 日が、それぞれ経過している (2月16日現在)。下落幅について見てみると、S&P 500 指数の下落幅は歴史的に見てそれほど大きなものではない (図1を参照)。

図1: S&P 500 指数 (米ドル・ベース)、1990 年以降

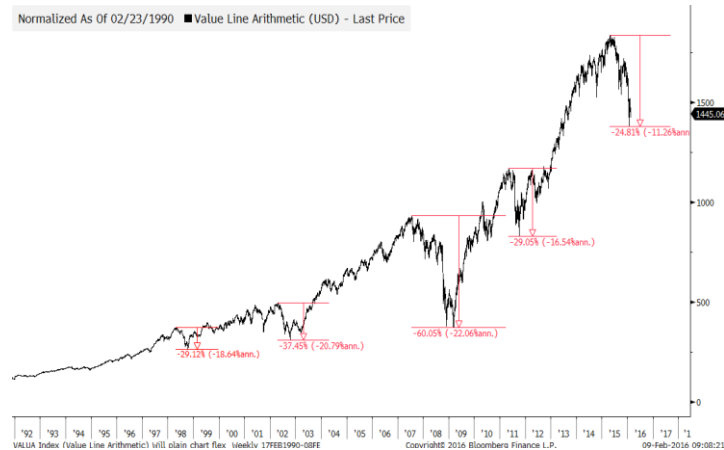


出所: ブルームバーグ

しかしながら、最近の株式市場の銘柄集中的な特性を考慮すると、図2で示したブロード(より広範な銘柄をカバーする)均等ウェイト指数の

方が、平均的な銘柄の株価に何が織り込まれたのかをより明確に知ることができる。これを見ると、今回の下落幅が、ここ数十年間に見られた主要な下落相場における下落幅の最小ゾーンである 29~37% に近づいていることが分かる。

図2: ブロード均等ウェイト指数(米ドル・ベース)1990年以降



出所: ブルームバーグ

この見方を裏付けると考えられる他の要因は、市場流動性を示す一般的な兆候で、DAX (ドイツ株指数) のボラティリティ、セクター間の相関性の高さ、真っ先に下落した銘柄におけるショートカバーの動きなどが挙げられる。

はたしてこれは、ベータとリスクのエクスポージャーを高めるべきであることを意味するのか。世界の経済成長が良質ながらも低ペースで、キャッシュやソブリン債のリターンが非常に低いという環境が続くのであれば、現在の株価は想定される取引レンジの下限近くにいる可能性が高い。こうした環境においても収益率が継続的な圧力にさらされていない企業は、確実性の高い投資対象であると見ている。

デフレ不況説：この主張を裏付ける要因は？

世界的な債務の山が経済成長を抑制するなか、QE は実際には機能しておらず、全ての株式が継続的なデフレを織り込んで再評価されるだろうとの懸念が、市場に長くわだかまっている。デフレ不況が差し迫っているとは見ていないものの、それが現実化する可能性が高ければ高いほど、相場の取引レンジは広くなると思われる。では、デフレを伴う景気後退に陥っているかどうかを判断するにはどうしたらいいのか? 以下に、その主要なポイントを以下に挙げる。

- 影響が金融業界ばかりでなく一般社会にも波及し、低金利での借り入れができと消費向けローン(自動車ローンなど) が容易に借りられる時代は終わる。
- 雇用の確保が(エネルギー企業や金融業界だけではなく) 全産業における懸念となり、失業の恐れが貯蓄率の上昇と賃金の伸びの鈍化をもたらす。
- ガソリン価格の低下により生まれた余剰資金が消費ではなく貯蓄に回っている。

民間セクターが生産性を向上させるために借り入れを増やすことを望まないのであれば、自社株買いとエグゼクティブ向け株式パッケージのための資金を調達するのに借り換えが簡単に行うことができた時代は終わる。その結果、金融仲介業者は、バランスシートの拡大よりも資本の拡充に注力するようになるだろう。

構造的リプライシングの発生か、それとも単なるボラティリティか

デフレを示す指標の一つとして、債券市場を上げることができる(図 3 を参照)。

図 3: 10 年米国債利回り



出所: ブルームバーグ

まとめ: 今のところは引き続き個別銘柄に注目

以上をまとめると、デフレを織り込んだ市場水準が示唆するほど世界の状況は悪くはなく、株式市場は売り疲れの段階にきているのかもしれない。ボラティリティが高い現在の環境下では、既存のポートフォリオを維持しながら、更なるデフレ・シグナルが示されるかどうか、市場動向を注視していく。確信度の高い銘柄に集中投資を行なう運用チームとして、我々は個別銘柄とその投資テーマ、および足元の決算シーズンからのメッセージに引き続き注目していく。

2016年の人民元見通し： 一度きりの切り下げか、それともフリー・フロートか

2016年2月15日

ユーミン・ワン、副社長執行役員 兼 運用グローバルヘッド 兼 最高投資責任者(CIO)-インターナショナル
コーリアン・チュン、アジア債券運用責任者
アンドレ・セベリノ、米国・欧州債券運用責任者
ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト
チャ・ウーン・キエン、債券・シニア・ポートフォリオ・マネージャー
ロブ・マーン、アジア株式・シニア・ポートフォリオ・マネージャー
ロバート・サムソン、マルチアセット・シニア・ポートフォリオ・マネージャー

日興アセットマネジメントの運用担当者によるラウンドテーブル会議。参加者はユーミン・ワン(副社長執行役員 兼 運用グローバルヘッド 兼 最高投資責任者(CIO)-インターナショナル)、コーリアン・チュン(アジア債券運用責任者)、アンドレ・セベリノ(米国・欧州債券運用責任者)、ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)、チャ・ウーン・キエン(債券・シニア・ポートフォリオ・マネージャー)、ロブ・マーン(アジア株式・シニア・ポートフォリオ・マネージャー)、ロバート・サムソン(マルチアセット・シニア・ポートフォリオ・マネージャー)。

2016年の投資市場でこれまでに懸念された重要事項の1つに、中国の為替政策がある。中国の人民元は、ここ数週間は比較的安定して推移しているが、これには中国当局の為替介入が大きく影響している。PBOC(中国人民銀行)によると、中国当局が人民元の下落と海外への資本流出の増加を食い止めようとした結果、1月の中国の外貨準備高は995億米ドル減少した。中国は依然として世界最大の外貨準備高を誇っているが、ここ6カ月間にわたる減少により、2012年5月以来の低水準となっている。

日興アセットマネジメントでは、運用担当のシニア・エグゼクティブが集まり、中国の資本フローと為替政策の見通しについて意見交換を行なうラウンドテーブル会議を開催した。現在、中国は、通貨を安定させるために外貨準備を取り崩しているが、その後外貨準備高の減少が公表されると市場センチメントがますます弱気になるという悪循環に陥っている。今回のラウンドテーブル会議では、中国がこの悪循環から抜け出すとした場合に考え得る3つのシナリオ¹⁾に注目した。これら3つのシナリオは、要約すると以下のとおりである。

1. **純資本流出額と外貨準備の取り崩し額が大きく減少。**このシナリオ現実化の鍵となるのは、FRB(米連邦準備制度理事会)の金融政策である。もしFRBが利上げから再び緩和に転じてドルが大幅に下落した場合は、世界の資金フローが逆流しPBOCは通貨バスケット制を維持できる。
2. **外貨準備の更なる減少を防ぐため、中国当局が資金規制を強化。**これにより資本流出と外貨準備の取り崩しが減少した場合は、1つ目のシナリオと同様、PBOCは通貨バスケット制を維持できる。
3. **中国当局が、現行の政策では資本流出を防止できず、外貨準備の更なる取り崩しを招くのも避けたいと判断。**PBOCは通貨バスケット制から離れ、長期的な目標であったフリー・フロート制(変動相場制)に向かう可能性があるが、そうなると、人民元は一気に大きく切り下げられ、世界市場に大きな衝撃を与えると想定される。

議論が進行するにつれて、当会議の参加者は3つ目のシナリオがもはやそれほど可能性の低いものとは言えないとの見方をしていること

が明らかとなった。実際、一部の参加者は、1つ目や2つ目のシナリオが現実化しなかった場合は、3つ目のシナリオが避けられないとの考えを示した。以下は、会議での発言の骨子をまとめたものである。

コーリアン・チュン：

我々は、1つ目と2つ目のシナリオが混在した状況となる可能性が最も高いと見ている。一部の中国企業と話をしてみたが分かったことだが、彼らは対外債務のヘッジ比率を引き上げたいと思っはいるものの、それにコストはかけたくはないと考えている。例えば、為替のフォワード(先渡し)取引のインプライド・イールドが20~30%に急上昇した時は、人民元がそこまで下落することはないと考え、ヘッジしても意味がないと判断した。もし、スポットの為替レートがある程度安定すれば、企業の為替ヘッジ取引に起因する外貨準備の取り崩しは鈍化する可能性が高い。

1つ目のシナリオについては、FRBはドル高を抑えるために緩和とバイアスへと逆戻りする必要はないと考える。市場は次回の利上げが実施される確率がかなり低下したことを既に織り込んでいるため、FRBが利上げのペースが以前に示したよりもかなり緩やかなものになるとのガイダンスを示すだけで十分であると見ている。

ロブ・マーン：

私は、1つ目と2つ目のシナリオが混在した状況となる可能性が最も高いと見ているが、3つ目のシナリオが現実化した場合の下方リスクは非常に大きいと考える。これまでは人民元が一気に切り下げられる確率は非常に低いという見方を取ってきたが、現在はこの確率が20%に近いと考えている。

問題は經常収支ではなく、資本の流出である。PBOCは対通貨バスケットで人民元を安定させようとしており、これによって資本の流出が大きく減速することを期待している。この政策を進めるにおいて、PBOCはどれほどの外貨準備を使用するつもりなのか、また最低必要水準をどの程度と見ているのかがポイントとなるが、これに関する公的な発言はこれまでほとんどない。

ユーミン・ワン：

1つ目と2つ目のシナリオが混合した状況となるというのが現在の基本的見解で、3つ目のシナリオが現実化する確率は低いとの考えは、私も同じである。しかし、人民元が一気に切り下げられる確率をロブが20%と低く見積もっている理由を教えてください。

3つ目のシナリオは(控え目に言ったとしても)容易な道ではないと考えるが、一方でもたらされる恩恵もあることを強調したい。北京当局が資本を完全に自由化し、「長期的目標」と言われ常にうやむやにされてきた)人民元のフリー・フロート化を実現すれば、人民元は一気に10~20%切り下げられる可能性が高い。そうなれば、中国は、貿易競争力の向上と外貨準備高の安定化という恩恵を享受できる。為替レートをフリー・フロート化させる一方で3兆ドルの外貨準備を保全することにより、北京当局は投機筋との戦いにおいて優位な立場をキープすることができるはずだ。

このシナリオの問題点は、洪水のような資本流出が起こらないようにするため、中国当局が金利を高水準に維持しなければならないかもしれないことである。しかし、人民元が一気に20%切り下げられれば、中国人はそれ以上ドルを買いいたいとは思わないであろうし、一方で外国人はもっと人民元を買いいたいと思うかもしれないと考える。

これらの点を全て考慮した場合、それでもなぜ3つ目のシナリオの確率が50%でなく20%近くなのか、ロブの意見を聞きたい。

¹⁾出所:Capital Flows And The Currency Endgame, Gavekal Dragonomics (2016年2月4日)

2016年の人民元見通し： 一度きりの切り下げか、それともフリー・フロートか

ロブ・マーン：

ユーミンの意見も理解できるが、中国当局は状況を自分達のコントロール下に置きたがる一方、3 つ目のシナリオでは中国当局はコントロールを失うこととなる。人民元がどこまで下落するか、正確には誰にもわからないし、依然として多額の米ドル建て債務があることを考えると、債務不履行に陥る民間企業や国有企業も出てくるだろう。ここ数カ月間、中国当局は市場の反応を読み違えることの影響がいかに大きいかを痛感させられており、先が読めないような動きを取るとするのは最も嫌気する選択肢であろう。

3 つ目のシナリオの場合、市場はまず大きく動くだろう。人民元は過剰反応的な下落を見せるだろうが、それが魅力的な買い場になると見ており、人民元の低迷はそれほど長い期間にわたって続くことはないかもしれない。

もし中国当局が人民元のフリー・フロート移行／一気切り下げの選択肢を取ることにした場合は、中国当局は同時に数多くの金融改革策を発表し、人民元の当初の下落幅が限定的なものになるよう、市場の見方に働きかけようとするだろう。中国政策当局にとっては、これが最大の懸念のようである。

アンドレ・セベリノ：

3 つ目のシナリオでは中国当局が状況のコントロールを失うという点について、ロブと同意見だ。これは「オール・イン」(手持ちの金を全て賭ける大勝負)シナリオであり、もし成功しなければ、市場の信頼を完全に失うリスクがある。またロブが指摘した通り、ドル建て債務の返済は、時間をかけて徐々に対応していけるような類のものではなく、一夜にして大問題に繋がる可能性がある。中国当局が人民元安の誘導を望むなか、2015年8月以降2度実施されたような小幅の人民元の切り下げが引き続き見られるかもしれないと考える。

チア・ウーン・キエン：

私は、どのシナリオとなるかは、最終的にタイミング次第であると考えている。1 つ目のシナリオにおける FRB の緩和政策への回帰は、中国がコントロールできるものではない。現在、中国当局は 2 つ目のシナリオを目指しており、つまりこのシナリオが中国当局にとってより望ましいものである。しかし、中国当局は、2016年10月1日という具体的な期限に直面している。人民元が正式な外貨準備通貨として IMF(国際通貨基金)の SDR(特別引き出し権)構成通貨に採用される日である。

この期限が近づくにつれて、もし 1 つ目のシナリオが現実化せず、2 つ目のシナリオにおいても資本の流出が抑制できなかった場合は、中国当局は最後の手段である 3 つ目のシナリオに踏み切り、一気に大規模な調整を行わざるを得なくなるだろう。私は、もし FRB が現状想定している引き締めペースを維持し、そのまま 10月1日の期限が近づいてしまった場合は、3 つ目のシナリオは避けられないと見ている。

ジョン・ヴェイル：

現時点では、10月1日まであと7ヵ月あることもあり、私は 2 つ目のシナリオになると予想している。私もウーン・キエンと同じく、このシナリオになる可能性が最も高いと考えており、中国当局は外貨準備を過度に失うくらいならむしろ資本規制をかなり強化すると予想している。資本の流出は大規模なキャリートレードの巻き戻しが主因となっているが、キャリートレードの巻き戻しは既に半分以上終わっており、この点では最悪の状況は乗り切ったと考える。中国当局は企業に、残りのキャリートレードを性急に巻き戻すのではなく、何らかの「バッドバンク」(資産管理会社の買い取りによる不良債権・資産の切り離し)スキームで処理することをいつでも強制することができる。もちろん(SDR構成通貨入りの条件として「自由に取引できる通貨」という)IMFの「ル

ール」があるのは承知しているが、特に中国は巨大な貿易黒字を有することを考慮すると、外貨準備高は1兆ドルで十分であると考えている。

2 つ目のシナリオでは、資本規制が厳しければ厳しいほど、中国企業による海外の企業や資産への投資が抑制され(これはおそらく世界的なリスクセンチメントに悪影響を及ぼすだろう)、中国人の観光関連消費が更に減少される可能性が高い。規制逃れの取引に対する取り締まりが強化され、SDR構成通貨への採用と資本の自由化に対する取り組みは優先度が下げられるだろう。

人民元が大きく切り下げられた場合には、中国の製品に対して早急に保護主義的な反応があると予想され、これは明らかに世界的なリスクセンチメントに打撃を与えるだろう。

ロバート・サムソン：

2 つ目のシナリオは明らかに進行しつつあり、1 つ目のシナリオが現実化しない場合は 3 つ目のシナリオを回避できないという意見に同意する。FRBの金融政策転換の見込みについては、はたして単に利上げを止めるだけで十分なのだろうかと思う。ドルの上昇は、QE(量的緩和)縮小中の2014年中頃に始まった。私は、米ドル高のより大きな要因が新興国の債務削減によって加速したドル不足にあり、この圧力を反転させるにはおそらくドル紙幣を増刷するしかないのではないかと常に考えていた。

3 つ目のシナリオに陥る可能性がある外貨準備高の危険レベルについては、3.3兆ドルという巨額に聞こえるかもしれないが、中国の銀行システムが30兆ドル超にまで膨れ上がっていることを考慮すると、それほど大きくはないかもしれない。ローンの拡大を踏まえると、当局は不良債権の増加に備えたバッファとして、外貨準備高を出来るかぎり高く維持したいと考えているはずだ。

私は、人民元の一気切り下げが、実は中国経済にとってむしろ良い結果になるのではないかと考えている。もちろん、短期的にはコントロールを失うように見えるかもしれないが、より早期に通貨を切り下げの方が、その後の悪影響に対応するのにより十分と見なされる外貨準備高の水準を確保することができる。私は、通貨の切り下げが経済の放出弁としての機能を果たすとみている。中国の競争力を高めるのはもちろん、通貨防衛の結果として生じる資金のひっ迫を終わらせる効果があるからだ。また、健全な通貨の切り下げは、しばしば海外からの新たな直接投資を促す結果につながる。

ロブが述べたように、3 つ目のシナリオが世界規模の危機をもたらすことは間違いないだろう。中国の深刻なデフレが世界へと波及するリスクが高まり、それを回避するために FRB はついに金融政策の転換を検討することになるだろう。

ユーミン・ワン：

当会議の参加者は概ね、人民元の大規模な切り下げの可能性が、おそらくは人民元のフリー・フロート移行を含む金融改革が同時に実施されるという形で、高まってきたと考えているようである。外貨準備を取り崩して資本の流出と戦うことで、問題を先延ばしにすることはできるかもしれないが、実体経済が減速するなかで為替レートが人為的に高水準に維持されているという根本的な問題は解決できない。人民元下落を容認し新たな均衡水準を見つけることは、実は資本の流出を安定化させ、輸出競争力の回復につながるかもしれない。更に、これを大規模で達成可能な信頼性ある金融改革とともに実施したならば、株式市場のセンチメントはむしろ反転する可能性がある。

2016 年の人民元見通し： 一度きりの切り下げか、それともフリー・フロートか

多くの参加者が指摘した通り、これは、最終的な支配力を保持するという中国共産党支配の精神に反する。しかし、ここ 1 年間の株式市場で見られたように、北京当局が支配力をふるおうとすればするほど、それは失敗に終わった。实用主義が北京当局のイデオロギーに勝つのであろうか。ここ 1 年間を見ると、サウジアラビアの OPEC (石油輸出国機構) 放棄、ECB の「手段を選ばない」アプローチ、最近では日銀の賭けとも言えるマイナス金利導入など、市場は多くの「サプライズ」を経験してきた。そのような現在の環境下で、FRB が金融政策を転換させたり、PBOC が人民元をフリー・フロート制に移行させたりするのも、結局それほど信じ難いことではないのかもしれない。

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。