

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年1月29日

主要なトピック: ブラジル、原油および中国

本レポートは、4つの重要なトピックを取り上げる。

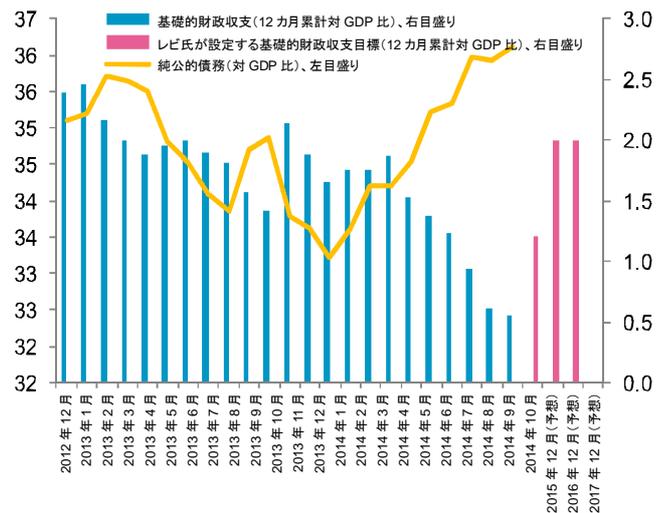
最初に取り上げるブラジルは、ドル高、軟調なコモディティ価格、先進諸国からの流入資金減少の影響が新興国市場にどう波及していくかを検討する上で、おそらく最も重要な国である。当社のグローバル通貨および債券アナリストであるリサ・ウォンと、チーフ・グローバル・ストラテジストであるジョン・ヴェイルがこのトピックについて詳細に論じる。

次に、原油価格についての当社の見解を述べる。ペルシヤ湾岸諸国の強引な方針により、投資業界はほぼ混乱状態にある。新しい技術(シェールオイルの掘削、代替エネルギー生産)によるデフレ効果がついに結実し、高コストの生産者は「舞台からの退場」を余儀なくされていることから、この先クレジット市場が混乱に陥ることが懸念される。地政学的要因も重要な役割を果たしており、世界経済の多くはその動向に左右されている。

3番目として、中国が金融市場と資本市場の政策を積極的に推進し、グローバル市場に流動性を供給するかどうかという点について当社の見解を述べる。これは特に米連邦準備制度理事会(FRB)が今年後半に利上げを決定した場合にはグローバル市場の刺激材料となる可能性があるが、当社はクライアントに「あまり期待しない」という伝えている。

最後にECBの最近の方針変更について当社の見解を述べる。

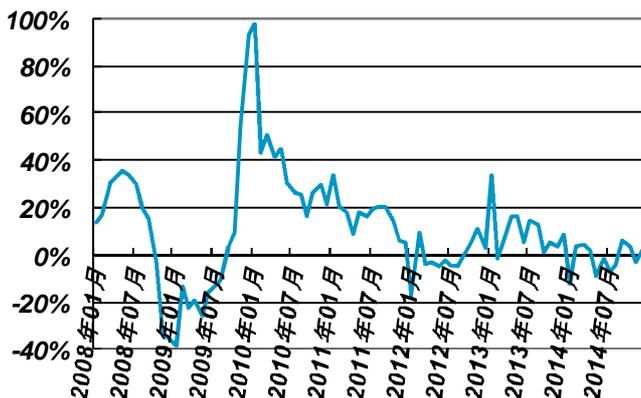
ブラジルの新財務大臣はタカ派的な基礎的財政収支目標を設定



出所:ブルームバーグ

マーケットウォッチ

韓国の中国向け輸出高、米ドルベース前年同期比



出所:ブルームバーグ

中国経済の実質的な成長を見定める上で、韓国の中国向け輸出高が重要な統計となる理由については、これまで述べてきた(残念ながら中国のマクロ経済指標には疑義が残るために、この統計が必要となる)。当統計の12月のデータは、少なくとも経済の製造セクターに関しては引き続き弱い結果を示している。低中価格帯の家電市場をはじめとする一部のセクターでは韓国製品に代わって中国産製品が台頭していることは事実だが、韓国が多くの産業において中国への主要供給国であることに変わりはない。改革の取り組みは国内経済に明るい見通しを抱かせるが、マクロ経済には引き続き注意を払うことが重要である。サービス・セクターは製造セクターを上回るスピードで成長すると思われるが、政府が報告するような GDP 統計を生み出すには不十分であると当社は考えている。

ブラジルは危機にあるのか

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト
リサ・ウォン、グローバル通貨および債券アナリスト

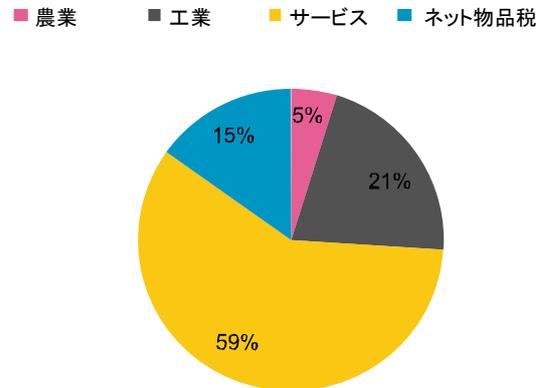
新興市場の目覚ましい成功物語を体現した国の1つであるブラジルは、景気が低迷し、1年にわたって政情不安や国民の暴動が相次ぐなど、期待に反して不調に陥っている。2013年に経済規模で世界第7位につけたブラジルは、米ドル上昇が進み新興市場が一層厳密に選別される世界の中で、重要な役割を担っている。当社のチーフ・グローバル・ストラテジストであるジョン・ヴェイルとグローバル通貨および債券アナリストであるリサ・ウォンが、今後の見通しについて論じる。

ジョン・ヴェイル: 米国経済の好調と米ドル上昇が続く環境において、ブラジルの真の競争力はコモディティ以外ではどのような点にあるだろうか。2014年の経済成長率は0%近辺と低迷する一方でインフレは高進し、市場関係者の予測によると2015年のGDP成長率はわずか1%にとどまるなど、ブラジル経済は不振にあえいでいる。また、世界的な競争力調査においてブラジルは常に下位に位置づけられている。例えば、世界銀行発表の「ビジネス環境の現状(Doing Business Report 2015)」では、官僚主義的な弊害、不十分なインフラ整備などを理由として189カ国中120位にとどまっている。経常収支および財政収支の悪化と、厳しさを増す外部環境が相まって、ブラジルは危機に瀕しているのかという懸念が生じるまでに至っている。

リサ・ウォン: グローバル環境の悪化に伴って、ブラジルの構造的な問題がいくつか顕在化していることは確かだ。現状から一歩離れて、中南米最大の経済国であるブラジルが、IMFによれば1970年代以降、コモディティ価格上昇局面で多額の収入を確保しながら、中南米地域の驚異的な経済成長に寄与してきたことを思い起こすことが重要である。ブラジルはこの期間に急速な発展を遂げ、1人当たりの国民総所得は2000年から2013年までに200%を超える増加となった。それに伴って新たに中間所得層が誕生し、現在では1億人を上回るまでに拡大して、ブラジルの中核をなす強みの1つとなっている。

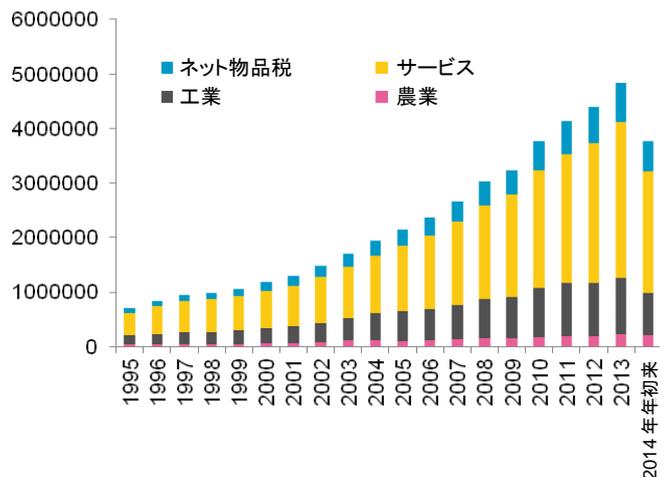
豊富なコモディティを有する経済と目されているものの、経済成長に最も大きく寄与しているのはサービス・セクターで、2013年にはGDPの約59%を占めている。実際のところブラジル経済は比較的閉鎖的で、世界銀行の計算によると、輸出はGDPのわずか13%、輸入は15%を占めるに過ぎない。ブラジルの強みはむしろ世界第6位の規模を持つ、巨大で、比較的整備され、多様性に富む国内市場にある。

ブラジルの2013年 GDP 産業別内訳



出所: ブラジル地理・統計院 (IBGE)

サービス・セクターはブラジルの GDP の主要な構成要素 (100 万レアルの累計額)



出所: IBGE

ブラジルは危機にあるのか

コモディティのスーパー・サイクルは成熟期に達し、ブラジルが好調期に十分な投資を行っていなかったことがここにきて明確になっている。この 20 年間におけるブラジルの投資と国民貯蓄の水準は対 GDP 比でそれぞれ平均 18%と 16%であったが、これと対照的に中国ではそれぞれ 42%と 45%となっている。さらに、雇用の創出と収入の増加に伴いブラジルの労働コストが上昇し、競争力は大幅に低下した。したがって私は、数年に及ぶ急速な信用拡大、労働市場の改善、財政拡大を原動力としながら、全要素生産性(TFP)の向上を伴わないブラジルの現在の国内消費主導型成長モデルが限界に達しているようだとする見方に賛同する。実際、IMF の推定によると、2003 年から 2012 年までの TFP の年間平均伸び率は 0%近辺にとどまっている。

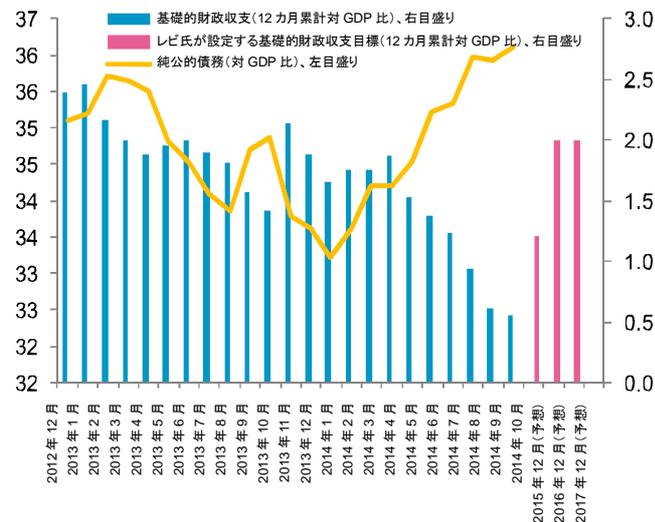
一方、景気低迷が続いていることを背景に、生活水準の低下に対する国民の不満が次第に高まり、改革への取り組みが勢いを増していることから、ブラジルで経済を再活性化する投資主導型成長モデルへの移行が加速すると考えている。国内産業においては、困難な環境の中で変革しつつある初期の兆候も現れている。ベテラン業界関係者は、企業が単に原材料を海外に出荷して国外で加工するのではなく、いかにして製品の付加価値を高められるかという課題に取り組んでいると述べている。こうした移行のペースは緩やかであるものの、経済にとって計り知れない潜在可能性を秘めている。ブラジルの技能者不足と労働生産性の向上に対処するためには、教育と労働の長期的な改革も必要である。

ジョン・ヴェイル:だが、構造改革は実行可能なのだろうか。低い支持率を背景に、ルセフ大統領は格付引き下げを回避するための十分な財政調整を実施できず、代わりに国民の反発を恐れてポピュリスト色の強い政策を可決し、財政状況を一段と悪化させる恐れがある。景気低迷が続き、雇用保蔵のコストが企業にとって過大な負担になれば、過去最低水準にある失業率は即座に上昇に転じかねず、足元の政治的リスクが高まる恐れがある。さらに同大統領は市場の圧力を無視し、中国やロシアと歩調を合わせて、より非正統的な経済政策に依存する傾向を高める可能性がある。

リサ・ウォン:まず第 1 に、ブラジルは格付引き下げに直面する可能性はあるものの、同国の質の高い制度と国内市場を考えれば投資適格の評価が剥奪される状況にまで悪化しているわけではない。2014 年 10 月時点の純公的債務は対 GDP 比 36%とまずまずの水準を維持している上、外国資本流出ショックを和らげる重要な緩衝材の機能を、3,700 億米ドルを上回る外貨準備の形で保有している。中央銀行による為替介入で外貨準備の 30%未満に相当する、約 1,000 億米ドルの通貨スワップを行ったとしても、比較的高い緩衝の機能は維持される。

改革が可能かどうかに関しては、ルセフ大統領は、ブラジルに民主主義体制が復活して以来最も僅差で再選を果たし、政治的立場が盤石であるとは言いがたい。しかし、新たに任命された経済チームが打ち出している従来より正統な経済的ビジョンは、同大統領に批判的な人の多くも支持している。相反するイデオロギーを掲げるブラジルの複数政党による民主主義体制の下での改革は漸進的に進められ、困難を伴うものと思われるが、新経済チームはルセフ大統領の姿勢の重要な変化を明らかにしている。これは国際的な信用を回復するために不可欠である。新たに財務大臣に就任するレビ氏は財政タカ派(財政再建重視派)で、すでにブラジルの公的債務安定化を実現するための目標を発表している。また、企画・予算管理大臣に就任するバルボザ氏は新インフラ計画を統括する。両者は事業円滑化を推進し、エネルギー価格統制などの主要産業への政府介入を解消する改革を実行することが期待されている。

新任の財務大臣はタカ派的な基礎的財政収支目標を設定



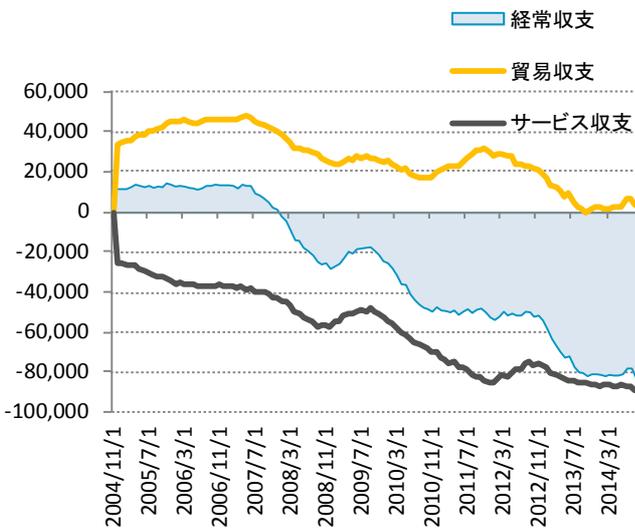
出所:ブルームバーグ

大規模なインフラ計画を前に海外投資家の参加を積極的に推進すると同時に(投入可能な公的資金が減少しているため)、経常赤字(CAD)が外国直接投資(FDI)を上回るペースで拡大して海外ポートフォリオ・フローへの依存度を高める中で、政府内に異論もあるものの、ブラジルは欧米市場を無視することができなくなっている。また、ロシアは現在直面している困難な課題により魅力が損なわれている上、同盟国として果たす機能も低下しているであろう。

ブラジルは危機にあるのか

ジョン・ヴェイル: 外国資本フローの不安定性に関して言えば、景気の低迷にもかかわらず、経常赤字は 2000 年代初め以来最高の水準にあり、2014 年 10 月時点で 12 カ月累計対 GDP 比 3.7%に達している。来年はさらに悪化する見込みで、グローバル投資家にとってブラジルの魅力は大幅に低下すると見られる。もはや経常赤字が外国直接投資によってすべて補填される状況ではなく、過去の新興国市場の金融危機からも明らかなように、外国直接投資資金フローは大方の期待ほど質の高いものでも、安定的なものでもない。外国直接投資資金はどのような形態でブラジルに流入しているのか。また、コモディティ価格がこれほど不安定化していることは外国直接投資の見通しにどのような影響を及ぼすだろうか。

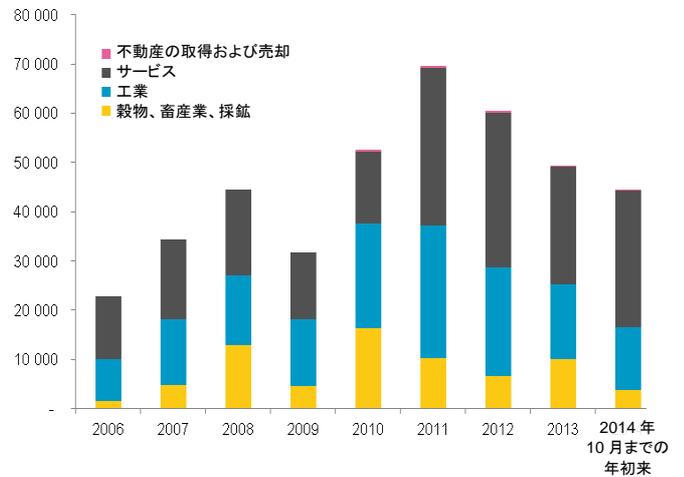
ブラジルの経常収支(12カ月周期、米ドルベース)



出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ

リサ・ウォン: 2010 年以降、海外からの直接投資資金流入額は一貫して高水準で、2011 年以降は年額 600 億米ドルを上回る状況が続いている。ブラジルは豊富なコモディティを有する国として定評があるが、海外からの直接投資資金の大半はコモディティ以外のセクターに投入されている。中でも自動車、消費財、通信の大手グローバル企業が、相当な規模を有し拡大基調にある新たな中間所得層を狙ってブラジルに押し寄せている。多くの消費者市場の魅力は向こう数年間維持されると見られるため、この傾向も続く見込みである。

外国直接投資 - セクター別株式資本インフロー (累計額、100 万米ドル)



出所: ブラジル中央銀行

外国直接投資は依然として経常赤字の大半を補填している。10 月までの年初来で外国直接投資は GDP の 2.7%に相当する 520 億米ドルに達した。これは経常赤字の 74%に相当する。ブラジルの慢性的なボトルネックを解消する大規模なインフラ計画が進行中、プロジェクトは長期間続き、ブラジル一国内では提供が難しい多額の投資資金および専門技術や知識を必要とすることから、中期的な海外直接投資の見通しは依然として魅力的である。ブラジル中央銀行は、2014 年の外国直接投資総額を 630 億米ドルと予想し、中期的に安定した資金流入が続くと見ている。大手国際企業は、ブラジルの大規模な中間所得層に大きなビジネス機会があると見ている。貿易および投資機関 Apex Brazil によると、フォーチュン 500 社のうち 490 社がブラジルで事業を展開している。先ごろ実施された主要空港の事業運営権売却入札はシンガポール、ミュンヘン、チューリッヒの投資家の注目を集め、ブラジルの大きな経済的潜在性の開拓に海外投資家が強い関心を抱いていることが証明された。

ジョン・ヴェイル: これを踏まえ、ブラジルはもはや「従来のやり方」を続けることはできず、いわゆる「中所得国の罠」から脱却できるかどうかの岐路に立っている。ブラジルやロシアといった大国の不振のため、新興国市場諸国は国内問題とは別に 2015 年初めも引き続き資産クラスとして大きな逆風にさらされると見られる。2015 年には中国、日本および欧州の経済状況と見通しの回復(追加的な景気刺激策によって)とコモディティ価格に改善が見込まれるものの、ブラジルは同国経済を再び持続的な成長軌道に乗せるために不可欠な変革の遂行が可能であることを市場に納得させることができなければ、不安定化が続く恐れがある。ベネズエラが抱える複雑な問題と債務不履行リスクは、特に中南米を中心とする新興国市場の苦況を拡大し、相場暴落につながる恐れがある。

ブラジルは危機にあるのか

リサ・ウォン:ブラジルをはじめとする新興市場は、2014年第4四半期にコモディティ輸出国を中心に深刻な打撃を受けた。しかし、ブラジルは岐路に立っている。インフラ投資主導型アプローチへの移行と並行し、計画に充当する財源確保のために海外から投資を引きつけるより正統な経済を実践することは、ブラジルが危機を回避し、実質的に経済発展を遂げる上で有用である。こうしたシナリオにおいて、すでに最高水準の利回りを実現する投資適格の新興国市場国の一角を占めるブラジルは、改善に向けて急進的な変革を実行する成熟した金融市場として傑出した存在になるものと思われる。願わくは混乱が沈静化した2015年のグローバル投資環境において、こうした状況がブラジルの資産価格にプラスに反映されると我々は考える。

原油価格反騰の理由

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト
2015年1月8日

原油価格は、大方の予想を超えて大幅に下落している。12月に当社のグローバル投資委員会を開催した際、ブレント原油は1バレル66ドルで取引されていた。米国経済は成長基調を維持し、欧州と日本は緩やかな景気回復に向かう一方で、中国では政府の財政および規制政策による経済の刺激策が実施され、これらすべてが世界の原油需要を支え、原油価格は3月までに緩やかに上昇すると当社は考えていた。ブレント原油価格が50ドルの水準に下落した現在における、当社の見解を示したい。

まず第1に、原油価格は足元の下落から一気に大幅な上昇に転じる可能性があると考えられる。原油価格の底が見えない理由の1つは、グローバル投資銀行の多くがコモディティ取引事業からの退出を余儀なくされていることである。かつては価格下落局面で2~3隻のオイルタンカーに満載して原油を貯蔵し、価格の反騰を待つことができた。原油生産量が依然として消費量を上回っていることから余剰原油は買い手がなかなか見つからず、弱気のセンチメントになれば、少量の取引でも非流動的な取引価格に大きな影響を与えることがある。欧米市場のグローバル投資家を最も動揺させた要因は、一見制御不能に陥ったかに見える急速な原油価格の下落スピードである。好材料としては、ブレント原油先物は「コンタンゴ」の状態が強まり、2016年2月受け渡しの価格が10ドル近く高い状態にある。これは原油価格の反騰を見込むコンセンサス予想と一致する。

現在の市場の状況と複雑に関連する地政学的状況については、イランが近々実施予定の核問題協議において、舞台裏のみではあるものの、態度を軟化させる可能性が予想される。こうした状況によって、米国が原油価格下落に乗じて妥協を引き出すための材料が失われることになる。ただし1つ重要な点は、イランの経済制裁が緩和されると、輸出が増加して長期的な価格押し下げ要因となる可能性があるが、その効果は今後数四半期にわたって減衰すると見られることである。実際にはこうした結果はいずれも湾岸諸国の利益に反するため、原油価格下落をもたらす地政学的な根拠は不十分であり、再考すべきかもしれない。

当社は、ウクライナ情勢もまもなく安定化すると予想する。欧州各国首脳は多くはロシアに対する制裁の緩和を主張している。制裁は(欧州とロシアの双方にとって)足元の欧州経済低迷の主な要因であるためだ。こうした状況も、原油価格下落の圧力によってロシアから妥協を引き出すために米国が利用できる材料を弱めることになる。ロシアは上辺だけ生産量を削減するふりをして、サウジアラビアや原油市場の投資家を沈静化させる可能性が極めて高い。

最後に、サウジアラビア財務省は先ごろ、すべての政府機関に対して予算の抑制を要求しており、潤沢な財政準備金を保有しているにもかかわらず、原油価格下落が財政に影響を与えていることは明白である。国内の安定化を図るため、規律ある財政支出の維持は必須であり、グローバルな生産者(特にシェール・オイル、オイルサンド、深海オフショア原油、その他高コストの供給源)が設備投資削減を具体化すると、サウジアラビアは勝利を宣言して減産を開始する可能性が高い。すでに多くの設備投資削減が発表されているものの、本格的には実施されておらず、この結論にかなり近づいた状況にある。

一方、サウジアラビア国民の多くは原油価格とそれを地政学的なカードとして利用することに強い関心を持っている可能性が高い。サウジアラビアが前回のOPEC会議でわずか1%の生産量削減に踏み切っていれば、財政収入の相当部分を保持できた可能性があるが、現在その半分ほどしか得ていないと見られるため、この戦略については疑問が残る。これは他の湾岸諸国についても同様であり、格付機関が早々にこうした点に注目するものと思われる。

結論

以上の点から、当社は原油価格は反騰すると見て、当面は2015年6月末までにブレンド価格が72ドルに回復するという予想を維持するが、65ドルがより妥当な目標となろう。G3および中国の経済成長に対する当社の見通しに変更はない。これらの諸国はいずれも原油価格下落による恩恵を受けることから、実際には見通しが若干改善される可能性がある。

さらに、エネルギー価格の下落を受けて世界的に石油製品の消費が加速する可能性がある。一方ロシアをはじめ、コモディティの輸出や潤沢なグローバル投資フローに依存する新興国市場でリスクが高まっていることは明白である。こうした新興諸国の多くは日米欧から大量の製品を輸入しているため、こうした国々の景気減速は日米欧の収入の大部分にマイナスの影響を及ぼすものと思われる。

当社の見通しの主なリスクは、新興市場の苦況が広範囲に波及して深刻化すること、ロシア企業が債務不履行に陥ること、主要国の一部の大手金融機関が軽率な投資により危機的状況になること、まもなく実施されるギリシャの総選挙における裁判所の混乱、中国の状況が予想以上に悪化することなどである。

中国は近々グローバル流動性を供給するのか

チア・ウーン・キエン、債券担当シニア・ポートフォリオ・マネージャー
2015年1月20日

世界的にデフレ懸念が高まる中にありながらも、FRB は刺激策の解消を継続しているため、中国が資本勘定の自由化を加速し、FRB に代わってグローバル流動性を供給する役割を引き受けることが期待されている。グリーンバック(米ドル)が果たしてきたリーダーシップをレッドバック(中国人民幣)が引き継ぐという考えは、ここ数年設備過剰と高齢化に直面している中国にとって有益であるという見方がある。そこで、1980 年台半ばの日本との比較で見てみる。当時、日本に対する米国の巨額の貿易赤字など世界経済の不均衡を是正する上で円の国際化が有効であるとの理由から、米国は日本に資本勘定を開放させた。この強い働きかけの結果、1985 年 10 月にプラザ合意が発表され、その後の 10 年間に円は対ドルで 3 倍以上上昇した。

現在の中国を 1980 年代半ばの日本と重ね合わせて考察することは表面上合理的に見えるが、中国が世界の資本輸出国に転換するのはかなり先になりそうだと示す重要な相違点がある。確かに中国は人民幣の完全自由化に向けて着実に進むであろう。なぜなら、その必要性、すなわち自由市場の効率性を国内市場に取り入れる必要性が明白であり、中国指導部もすでに課題として公的に認めている。規制当局は昨年 1 年間に国内向け投資免許の処理を迅速化し、シャドー・バンキングと地方政府財政の管理を刷新した。政策当局は人民幣の為替レートの柔軟性を高めるとともに、市場ベースの枠組みに備えて国内金融市場の変革を実施した。

しかし、日本が 30 年前に果たした役割を中国が直ちに担うには機が熟していない。まず第 1 に中国は、1980 年代半ばの日本とは特に設備過剰と高齢化の点で異なっている。グラフ 1 に示すように、中国の現在の需給ギャップは 1980 年代の日本と比較すると格段に小さい。

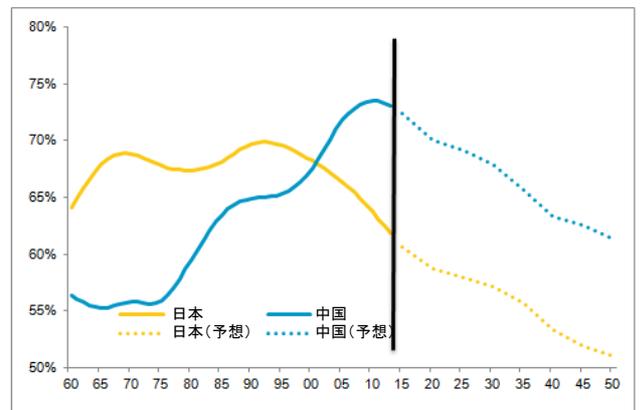
グラフ 1: 需給ギャップ対 GDP 比 (%)



出所: CEIC

グラフ 2 は、中国の人口高齢化が 1980 年代半ばの日本よりはるかに若年層から始まっていることを示している。1980 年代から 90 年代における出生数の急増は、その年齢層の多くが最近労働市場に参入したばかりであることを意味する。これに対して、1980 年代の日本ではより多くがすでに中堅労働力となっていた。実際、中国が現在デスインフレに直面していることから、直ちに資本勘定を全面的に開放すれば、資本が一気に国外に流出し、国内の不動産、鉱業およびコモディティの各セクターはもとより、シャドー・バンキングや地方政府の債務構造をも揺るがし、中国経済はデフレとリセッションに転落しかねない。

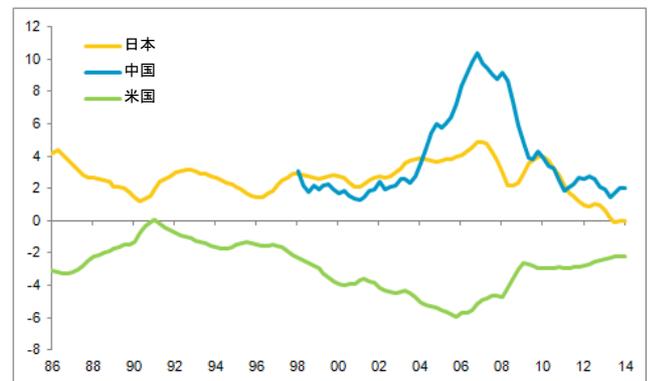
グラフ 2: 総人口に占める生産年齢人口(15~64 歳)の比率(%)



出所: 世界銀行

米国経済は、1980 年代半ばに経験したような経済的困難—経常収支が対 GDP 比 3%以上の赤字に転落し、日本が同程度の経常黒字を計上していた—には直面していない。2007~2008 年の世界金融危機以降、米国の経常赤字は対 GDP 比 6%から 2%へと急速に縮小したが、一方で中国の経常黒字は対 GDP 比 10%から 2%へと減少に転じている(グラフ 3 を参照)。

グラフ 3: 経常収支対 GDP 比 (%)

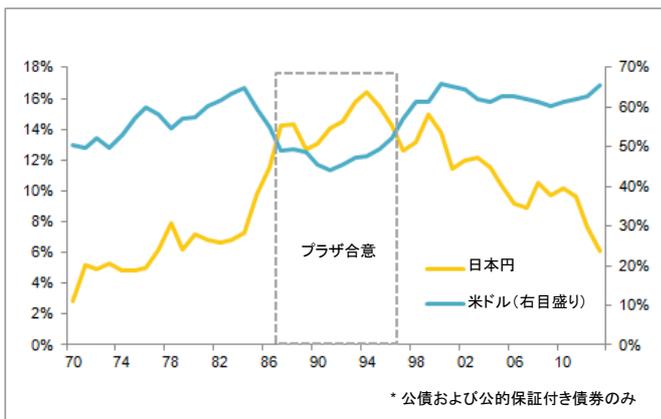


出所: ブルームバーグ

中国は近々グローバル流動性を供給するのか

中国が世界の通貨リーダーシップを担うためには、国際金融を支配する世界最大規模の経済国(米国)がユーロ元市場の創設を推進する必要がある。現時点で米国にはこの役割を果たす必要性もなければ、関心もないことは明白である。要するに、(米国の)強い要求があり、(日本の)受け入れ体制があったからこそ、ユーロ円やサムライ債市場を拡充するプラザ合意が実現したのである。日本市場の暴落のため、残念ながらこの取り組みは頓挫した(グラフ4を参照)。将来、同様の運命を辿ることを避けるため、これは中国の政策当局が学ぶべき教訓である。

グラフ4: 米ドル建ておよび日本円建て国際的債券の市場シェア*

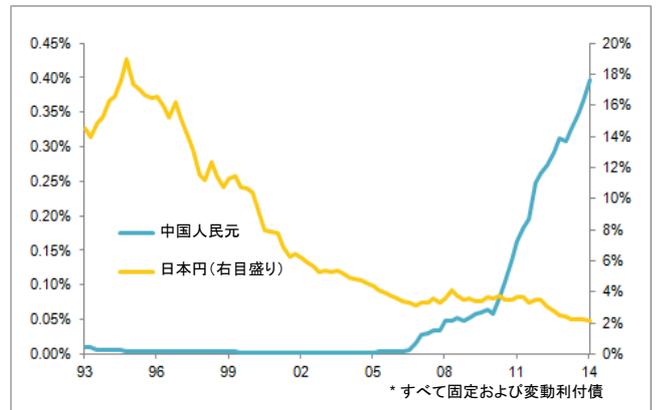


出所: 世界銀行

したがって、中国の観点から見ると、資本市場を開放する恰好の時期は山積する問題を解決し、自国市場を深化させた後であろう。しかし、中国以外の世界の観点から見た理想的な時期は「今」、すなわち FRB がおそらく 1 年以内に実施すると思われるバランス・シート縮小を実際に開始する前である。

私たちは、世界が流動性の回収に直面する時期に備えなければならない。この期間は短期であることが望まれるが、結局のところ中国に確実に準備させるために払うべきわずかな対価である。一方、今や香港を越えて拡大しているオフショア「点心債」市場には、すでにユーロ元市場の素地が整っている。円建て債券の発行残高は 1990 年代半ばにピークに達して以降減少が続いているが、その一方で、中国人民元の国際的な重要性は依然として低いにもかかわらず人民元建て債券は増加している(グラフ5を参照)。

グラフ5: 日本円建ておよび人民元建て国際的債券の市場シェア*



出所: 国際決済銀行

要約すると、中国が近い将来グローバル流動性の主要な供給国になる態勢にないことは明白である。もちろん、経常黒字を背景に多額の資金が国外に流出し、現地の投資家は個人投資家、機関投資家を問わずポートフォリオの分散化を図っているが、今年、こうした事象がグローバル市場に与える影響はわずかであると思われる。したがってグローバル投資家は、世界の流動性の状況を分析するため常に日米欧の中央銀行を注視していく必要がある。

日銀はより世界的な、「真のコア消費者物価指数(CPI)」に向けた動きを示唆

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト
2015年1月22日

日本銀行の決定はその措置自体から生じる世界的な流動性に関する市場予想のみならず、主要中央銀行の政策に関しても、グローバルな影響を及ぼしている。

金融政策に対し大きな発言力を持つ自由民主党のベテラン政治家の1人は今週初め、「日銀は今年後半まで様子見をし、超緩和的な政策が機能しているか否かを見極めた上で、追加緩和に踏み切ることできる」と述べた。この発言は結果的に現実となり、日銀の会合は消費者物価指数(CPI)目標の達成期限を事実上延長し、目標実現に向けた確定要因を減少させた。日銀はこの措置により信頼性を若干失ったと言う向きもあるだろうが、これは日銀の過誤によるものではなく、石油輸出国機構(OPEC)が減産を見送り、(特にシェール・エネルギーに関し)価格引き下げ効果を持つ新技術を使う生産企業に打撃を与え、自らの市場シェアを高めようとしたことによるものである。

日銀は約2年間、デフレ問題に極めて積極的にアプローチし、特に円を(原発停止に起因する貿易赤字といった要因を踏まえれば)より正常な水準に復帰させるなど、いくつかの大きな成果を挙げているが、エネルギーを含むコアCPIというユニークな指標を目標としたことで、OPECが減産見送りという重大な決定を下した状況において目標を達成できない状態になっている。このため、日銀はついに、自らが原油価格ひいてはコアCPIをコントロールできないことを認めざるを得なくなった。日銀は実際にはかなり前からこの事実を認識していたが、これを認めれば「メッセージが分かりにくく」なり、目標の実現およびデフレ期待の切り替えに向けた自らの決意の印象が弱まることを望まなかった。

現実が明らかになった今こそ、日銀は食品とエネルギーを除く「真のコアCPI」をより綿密に注視し始めるはずである。だが、この指標で前年比2%を達成することは困難であろう。達成には、「真のコア」の約30%を占める家賃が重要な鍵となる。残念ながら、家賃に関するCPI指標はやや安定しているものの未だ大きな上昇は見せていない。東京では家賃への上昇圧力を示唆する兆候があるが、これが全国的に発生するとは断言できない。よって、投資家にとって、CPIの構成項目である家賃を慎重に注視することが重要であることは明らかである。

総合インフレ率に関する問題を抱えているのは、日本だけではない。欧州中央銀行(ECB)と米連邦準備制度理事会(FRB)は、いずれも総合インフレ率を公式目標としている。しかし、FRBはかなり前からコア・インフレ率を重視しており、総合CPIが今後数カ月で前年比マイナスの領域に低下する見込みであるものの、今年の利上げに向けてもこの姿勢を維持している。

一方、米国のコアCPIは今後数カ月で1.5%に減速する公算が大きい。しかし、これは少なくとも景気が順調に拡大している限り、FRBに「緊急的なスタンス」の解除に向けた十分な安心感を与えているように見える。さらに、FRBはコアCPIが総合CPIとともに2015年後半に加速し、その後より適正な水準に到達すると考えている。

家賃およびこれと密接な関係にある「帰属家賃」と呼ばれる指標は米国のコアCPIの約40%を占め、大幅に上昇している。一方、自動車や家電製品など、CPIのその他の構成項目は、品質(改善)調整後の統計値により極めて大きな価格引き下げ効果を受けている。よって、統計的手法が変更され、テクノロジーが想定されていたほどの付加価値をもたらしていないことが示されない限り、米国のコアCPIを2.0%に維持することすら、非常に困難である。実際に、元々CPIで測定したインフレ率を低下させるために導入された品質調整は、日銀やECBにも同様の価格低下問題をもたらしている。

当社はかなり前からECBがソブリン債による量的緩和の開始を決定すると予想していたが、今回の決定は他の中銀と比べても極めて積極的な措置であり、購入が実際に大規模に行われた場合はなおさらであろう。ユーロ圏の総合CPIは通貨安にもかかわらず前年比マイナスであり、こうした総合CPIで見たデフレ状態は2015年前半も続く公算が大きい。一方、コアCPIは2015年前半を通じ前年比1.0%の水準で推移する見通しである。

ECBはコアCPIを低過ぎると考えているようだが、ユーロ圏のコアCPIは米国の水準をわずかに下回る程度であり、ユーロ圏の家賃がどの程度適切に測定されているのかについては疑問も残る。ともあれ、ECBはソブリン債による本格的な量的緩和という手段を持つ「G-3クラブ」に参加しつつあり、ECBが今回のデフレ局面という機会を利用して「量的緩和という矢」を自らの恒久的な政策手段に追加することを望んでいるのは間違いない。その一方で、ECBはFRBや日銀のように、コアCPIを一層重視する方向に進むことを再検討する必要がある。これはECBの主導的メンバーの一部がここ数カ月示唆している。

品質調整(およびその他の統計的手法)がCPIの多くの構成項目の価格を低下させる限り、おそらく2.0%というCPI目標は、コアCPIでも総合CPIでも、G-3中銀の理に合う目標にはならないと思われる。原油価格が下落している現状では、中銀が2015年の総合CPIの目標を2.0%に設定すれば、「過度に積極的であり、不公正な通貨安を企てている可能性がある」と評されることとなる。その国がユーロ圏のようにすでに貿易黒字や経常黒字を計上している場合はなおさらである。

日銀はより世界的な、「真のコア消費者物価指数(CPI)」に向けた動きを示唆

それよりも、G-3 中銀がコア CPI の目標を 1.2~1.5%に設定し、(国により大きく異なる)品質改善や家賃を測定する統計的手法を迅速に統一することが最善であろう。結果として統計が直ちに完璧なものにならなくても、それを重要な指標として使用するべきであり、以降数年にわたり中銀間の深刻なズレを防止できるようになる。

とはいえ、上記の方法により、日銀や他の中銀が必要に応じて(流動性支援やリスク資産の価格上昇を目的とした)積極的な措置を講じることができなくなるわけではない。そうした措置を正当化する根拠を(少なくとも今年は)従来以上に総合 CPI 目標から切り離し、コア CPI 指標にいくぶん大きな影響力を与える必要があるということに過ぎない。

こうした中で、G-3 中銀はいずれも極めて緩和的な政策を取っており、特にコモディティ・セクターの混乱の収束後においては、これらの政策が経済成長を生み出し続けていこう。

ECBは成功したものの、注意点も残る

ジョン・ヴェイル(チーフ・グローバル・ストラテジスト)

2015年1月23日

幸いなことに、欧州中央銀行(ECB)はほぼすべての点において市場にポジティブ・サプライズを与えた。経済効果は限定的であろうと見る向きもあるが、この日は欧州そして世界の中央銀行制度の歴史に残る日である。見方によっては、ECBは今やG-3の中で最も積極的な中銀である。マイナスの政策金利とソブリン債による量的緩和の両方を打ち出しているためだ。とはいえ、今後考慮すべきいくつかの要素がある。

第一に、月額600億ユーロという数字は総購入額を表しており、既存の資産担保証券(ABS)・カバードボンド購入プログラムが含まれる。つまり、こうした他のプログラムによる今後の月次購入の累計額が差し引かれると想定すると、純購入額は月額500億ユーロ程度と考えられよう。これは基本的に、コンセンサス予想(月額500億ユーロ)と合致する。さらに、購入期間中に欧州中央銀行制度がすでに保有している債券が満期を迎えた場合には、新たな計画による購入の一部が直接相殺されることとなる。

ECBは利回りがマイナスである債券の購入を容認したが、ドイツ連銀や他の保守的な中銀がそうした債券を購入するか否かは定かでない。つまり、月額600億ユーロという目標は達成されないかもしれない。償還年限2~30年の債券の購入が可能になっていることから、マイナスの利回りを回避するために、イールドカーブが長めのセクターを購入対象とする道が開かれている。だが、ドイツ連銀はこの方法を取ることも望まないだろう。ドイツへの割当額は計画全体の大きな割合を占めており、長めのセクターを購入対象とすることはリスクが高いためである。

市場は2016年9月まで、およびさらにそれ以降も続くであろう月次購入が「約束」されたものと受け止め(もともと、これは公式には「意向」にすぎない)、歓迎した。多くの向きは、2016年は公式には「約束」に含まれないだろうと考えていた。だが、ECBは見通しに満足した場合には、いつでも量的緩和を停止できることを認識する必要がある。よって、基本的に、ECBは経済指標に従いつつ忍耐強く取り組むと考えるべきである。

リスク共有に関するコンセンサス予想はまちまちだったが、発表された20%というリスク共有水準は妥当といえる。この数字はドイツを仰天させ、周辺国(およびフランス)が緊縮を止めてしまうような、高すぎる数字ではない。一方、低すぎる数字はユーロ圏の結束の欠如や各国中銀の「自助努力」の必要性を示すものである。

的を絞った長期リファイナンス・オペ(TLTRO)のコストの10bps引き下げは市場のポジティブ・サプライズになったものの、多くのアナリストはそれでも銀行融資は大幅には拡大しない、と考えている。このプログラムには多くの条件があるほか、現時点で追加流動性を必要とする銀行はほとんど存在しないためだ。

今回の量的緩和は、今年の総合インフレ率のマイナス領域への低下を防ぐのに十分であろうか。今回の措置に伴うユーロ安により、消費者物価指数(CPI)の前年比上昇率(12月の水準はすでに-0.2%)が0%を大きく割り込む事態は回避できそう。また、2015年後半のCPIの前年比上昇率に関するコンセンサス予想は、先週の時点でもプラスであったことから、現時点ではさらに上方にシフトしている公算が大きい。その一方で、コアCPI上昇率はマイナスになっておらず、今後数四半期にわたり前年比+1.0%の付近で推移すると見られることも付け加えておきたい。これはそれほど気掛かりな事態ではない。

今回の量的緩和は、ユーロ圏の経済面および政治面の両方に影響がある。経済的なメリットは極めて標準的なものだが(ユーロ安、金利の一層の低下、リスク資産の押し上げなど)、政治的には、今回の措置により周辺国に「ユーロ圏は結束しており、ドイツは統合に向けたさらなるステップを妨げない」との確信を与えたい。これは周辺国の反ユーロ感情や過激な政党的鎮静化に有効だろう。一方で、ギリシャが今週末の選挙で急進左派連合の政権を選ぶか否かを注視する必要がある。また、量的緩和は万能薬ではなく、欧州(特に周辺国)は依然として経済的、行政的、法律的諸制度の改革と汚職の撲滅を迫られている。

要約すれば、今回の量的緩和の発表はユーロ圏にとって前向きかつ大きな一歩であった。しかし、その実行に関してリスクや疑問がないわけではない。したがって、市場はこの発表に過剰反応すべきでない。

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。