

## markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年6月1日

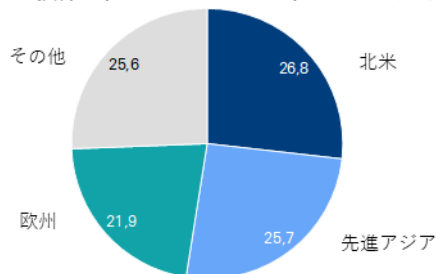
## 世界経済の覇権はアジアにシフトしつつある

中国の政治・経済の動向は、しばしばメディアで物議を醸す。しかし、見落とされがちなのは、中国が経済面で大国になっただけでなく、技術面でも世界をリードする存在になったことである。中国の金融市場もここ数年で大きく躍進した。遅かれ早かれ、投資家は中国やアジア地域への投資判断の再考を迫られることになるだろう。

国際通貨基金（IMF）は2020年の経済成長率を、中国は+1.2%、米国は▲5.9%、ユーロ圏は▲7.5%と予想している。このように、中国はまだ比較的無傷でコロナ危機から抜け出すことができるとみられる一方、米国と欧州は大きな打撃を受けると見込まれる。このような環境の中、欧米企業は業績の1セント単位の増減に一喜一憂する一方で、中国企業はアジア地域でのプレゼンスを拡大しようとしている。このような背景から、今回のコロナ危機は、アジアの経済的重要性の高まりの傾向にさらに拍車をかけているように思われる。

## 世界 GDP の地域別分布

市場為替レート換算の米ドルベースの2019年GDPに基づく



北米:アメリカ、カナダ

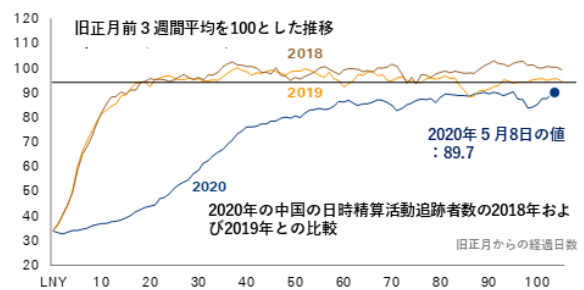
先進アジア: 中国(本土)、香港、台湾、日本、韓国、シンガポール

ヨーロッパ: 欧州連合(EU)加盟国、スイス

出所: 国際通貨基金、メツラー、2019年6月現在

2019年には、「先進アジア」地域の国内総生産（GDP）はすでにEUを大きく上回り、北米とほぼ同規模となっている。米ドル建てGDPの算出には市場為替レートを用いた。この換算は、企業にとっての関連市場規模を反映したものである。2020年には、新型コロナウイルスの流行の影響を背景に、「先進アジア」が世界最大のGDPの地域になると予想されている。

## CICC算出の日次生産活動追跡指数（総合）、2020年の旧正月は1月25日



出所: 中国国際金融 (CICC)

中国の投資銀行、中国国際金融（CICC）算出の日次生産活動追跡指数を見ると、中国の製造業セクターは5月初旬にはすでにほぼ通常の生産能力で再稼働していたことがわかる。一方で、サービスセクターはまだ立ち遅れている。ソシエテ・ジェネラルの計算によると、現在、中国では約8億人の従業員のうち、約8,000万人が失業していると考えられる。失業者の大半は、コロナ危機の影響で故郷に帰省した出稼ぎ労働者である。このように、世界的な不況の影響を受けて中国の産業も苦境に陥っていることから、中国政府は今後も拡張的な経済政策を続けていく可能性が高いと見られる。

全体的に見て、「先進アジア」地域では、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）は、ほぼすべての国で速やかに収束したと言えよう（これには、2003年のSARS流行の経験も影響していると思われる）。従って、この地域がこの危機からより強く立ち上がる可能性は十分にある。

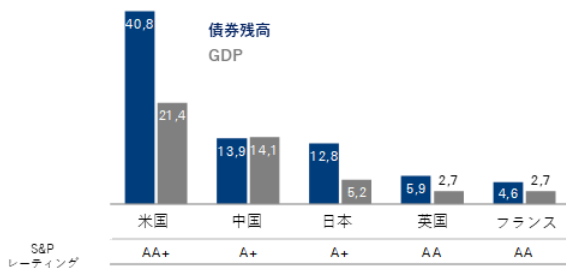
## 債券市場の安定性

アジアの経済的重要性の高まりに伴い、この地域の金融市場も近年急速に発展している。例えば、中国の債券市場は、すでに14兆ユーロ（約1,650兆円）近い出来高を誇る非常に強大な市場である。米ドル建て債券の残高は、中国の債券市場はすでに世界第2位になっている。債券市場の発展は、以前に支配

# markt:aktuell

的だった銀行融資への依存度を下げ、市場のシグナルが資金調達条件に強い影響を与えるようにするための中国政府による意図的な政治的決定であった。

## すでに世界第 2 位の規模を誇る中国の債券市場 10 億米ドル

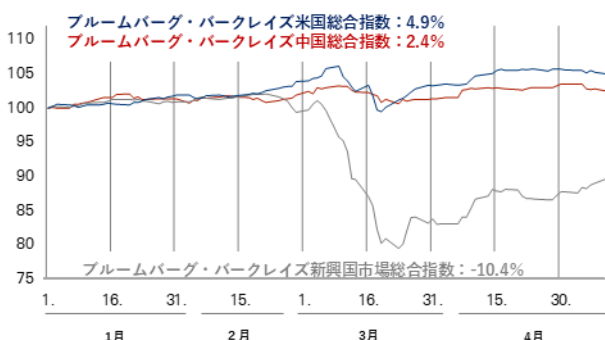


出所：国際通貨基金 (IMF)、国際決済銀行 (BIS)、GDP データ (2019 年)、債券残高データ (2019 年 7-9 月期)

中国の債券市場は、その規模と政府の市場介入により、先進国の債券市場と同様に流動性が高く、それが多くの指数プロバイダーが中国の債券をグローバル指数に組み入れている理由の一つである。さらに、中国の債券市場は、典型的な新興国市場のような動きをするのではなく、セーフハイブン（安全な避難先）として見られるようになってきているという兆候もあるようだ。例えば、ブルームバーグ・バークレイズ中国総合指数（米ドル建て）は、年初末、米国総合指数と同様の動きをしている。

また、中国国債の 2 年債、5 年債、10 年債にはすでに流動性のある先物がある。残念ながら、今のところ、これらの先物を取引できるのは認可を受けた外国人投資家のみである。しかし、これらの先物にすべての投資家がアクセスできるようになるのは時間の問題だろう。

## 中国の債券市場はコロナショックの局面でも安定推移 2020 年 1 月 1 日を 100 とした推移、米ドルベース



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー、2020 年 5 月 11 日現在

全体的に見て、ドイツ人投資家にとっては、債券投資も含め中国への投資拡大を検討する価値があるとと言える。ブルームバーグ・バークレイズ中国総合指数の現在の利回りは、現地通貨ベースで 2.5% 前後である。為替ヘッジを行うかどうかは「ユーロ圏が将来的に政治的、経済的にどのように進展していくか」についてドイツ人投資家が個人的にどう評価するかにかかっている。

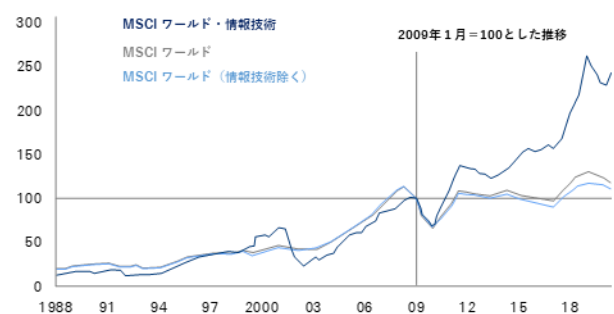
韓国、シンガポール、台湾の債券市場は、ポートフォリオで投資配分を行うには規模が小さ過ぎる。日本の債券市場は利回りが低いため、あまり魅力的ではない。

## テクノロジー株の高いウェイトと景気回復の兆しに追い風を受ける株式市場

世界の株式市場を見てみると、2007/2008 年の世界金融危機後、企業収益は危機前の水準にすぐに回復したものの、それ以降は横ばいの傾向にあることがわかる。しかし、その唯一の例外は情報技術セクターで、同セクターの企業収益は大幅な増加傾向を示した。

## MSCI ワールド指数を大幅に上回る情報技術セクターの企業収益の回復

### EPS（米ドル建ての 12 ヶ月ローリング）



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、ワールドスコープ、ゴールドマン・サックス・グローバル・インバーストメント・リサーチ、メッツラー、2020 年 5 月 11 日現在

情報技術セクターは、中国株式市場でも安定化に貢献した。例えば、上海・深センの主要銘柄で構成される CSI300 指数は、年初から 2020 年 5 月 8 日までの期間に▲3.3%とマイナスだったのに対し、情報技術セクターは同期間に+5.3%とプラスとなった。中国 A 株市場を対象とした MSCI 指数を見ると、情報技術セクターはすでに指数ウェイト第 2 位のセクターで、指数全体の 15% を占めており、過去 10 年間で最も強く成長していることがわかる。また、バイオテクノロジーの急成長により、ヘルスケア・セク

# markt:aktuell

ターはここ 10 年で 8%までウェイトを高めた。このように、中国株式市場のセクター構成は、投資家にとって良好な中期的展望が開けるものとなっている。

## 中国株式市場でのウェイトを大幅に高めた成長セクター MSCI 中国 A 株指数のセクター・ウェイト推移(%)

セクター	2009年との差異											
	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	2019
情報技術	3	9	4	4	7	7	11	7	11	11	15	12
生活必需品	6	12	8	8	7	5	5	7	8	9	12	6
ヘルスケア	5	8	5	6	8	6	7	8	7	7	8	3
金融	24	18	27	28	28	33	24	28	25	30	27	3
公益事業	3	2	3	3	3	3	4	3	3	3	2	-1
通信	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	-1
一般消費財・サービス	10	12	9	9	11	9	12	11	12	10	9	-1
不動産	7	0	5	7	5	6	6	5	5	5	5	-3
原料	13	11	14	14	10	9	10	10	11	9	9	-5
エネルギー	8	12	7	6	5	3	2	5	2	2	2	-6
資本財・サービス	19	14	17	15	15	17	19	15	15	13	12	-7

出所：チャイナ・アセット・マネジメント、2019年12月31日現在

興味深いことに、中国株は年初来、MSCI ACWI（オール・カンントリー・ワールド・インデックス）を大幅にアウトパフォームしている。その理由の一つは、中国経済が急速に好転したことにあると思われる。もう一つの理由は、市場の乱高下局面において、ボラティリティの増大を防ぐために、中国政府が以前よりもはるかに多くの市場介入を行っていることかもしれない。CSI 300 指数の 1 年間のローリング・ボラティリティを分析すると、このことが裏付けられる。CSI300 指数の 1 年ローリング・ボラティリティ（年率換算）は、2006 年には傾向として 30%を超えていたが、2019 年には 20%を下回っている。しかし、このボラティリティの低下は、投資家構造が変化した結果である可能性もある。2006 年には個人投資家が依然として大多数を占めていたのに対し、2019 年には機関投資家が過半数を占めている。

## 中国株の国際比較パフォーマンス

2020 年年初を起点とした米ドルベースの変化率 (%)



出典：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー、2020年5月7日現在

「先進アジア」地域では、日本株も大きな上値余地の可能性がある。メッツラーの試算では、日本株はフェアバリューよりも約 35% 割安である。ここで重要なのは、景気循環の影響を除いた企業収益を用いることである。そのために、企業収益の 10 年移動平均を用いることは、優れた方法であることが判明している。この計算方法には、日本経済が新型コロナ流行前の水準まで回復する可能性が高いことが暗黙の前提となっている。また、日本企業の平均配当利回りは 2.8%程度と良好である。もう一つの側面は、日本銀行が金融政策の一環として株式 ETF を買っていることである。この政策の目に見える効果としては、日本株のボラティリティがやや低下していることが挙げられる。これに対して、日銀の株式 ETF 買入の株価水準への影響については、明確な答えは無い。

## 10 年移動平均に基づく株価キャッシュフロー倍率では日本株は 35%割安

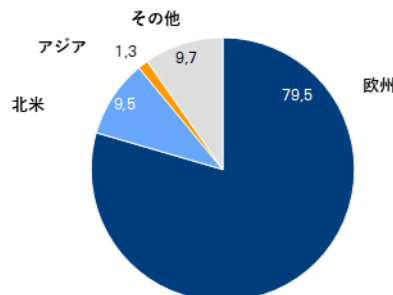


出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー、2020年4月30日現在

## ドイツ人投資家へのインプリケーション

アジアの経済的重要性が高まり、国際的に競争力のあるテクノロジー・セクターが出現し、金融市場の発展が飛躍的に進んでいる。世界的な脱グローバル化進展のシナリオでは、米国と中国を中心とした二つの独立した経済圏が出現する可能性がある。この二つの経済圏の経済成長サイクルが異なるものとなるであろうことを考えると、大きな分散効果が予想される。米国がルールベースの世界貿易（WTO が定めるルールにのっとった貿易）に復帰するシナリオでは、投資家にとっての分散効果ははるかに小さなものとなるだろう。最も可能性の高いシナリオは、おそらくこの両極端の中間に位置しているだろうが、それでも十分に大きい地理的分散効果が期待できる。しかし、現在のドイツの保険会社と年金基金の地域別投資配分を見ても、米国への投資のウェイトは 10%弱であるのに対して、「先進アジア」地域全体への投資のウェイトは約 1.3%と非常に小さいことがわかる。

ドイツの保険会社・年金基金の地域別投資配分\*  
海外投資資産残高に占める割合



\*ルクセンブルク籍、アイルランド籍の投資ファンドを除く。

欧州：欧州連合（EU）加盟国、英国、スイス

北米：米国、カナダ

アジア：中国（本土）、香港、台湾、日本、韓国、シンガポール

投資資産には、株式や株式類似証券と短期・長期債券が含まれる。

出所：IMF証券投資資産残高共同調査（CPIIS）、メツラー、2019年6月現在

このような背景から、今後は「アジア」という投資テーマの重要性が顕著になってくると思われる。その際には、アジア向けのESGノウハウを持つプロバイダー（アセット・マネジメント会社等）が有利になると考えられる。特に、ESGリスクを適切に管理していると思われる香港株式市場に上場している中国企業の株価は、過去5年間で市場全体を大きくアウトパフォームしている。

中国企業の人材マネジメントへの注目度が高まり、テクノロジー、金融、ヘルスケア分野での国際的な競合他社との差が縮まりつつあることが伺える。MSCI ESGリサーチによると、中国企業の

79%はコーポレート・ガバナンスの分野で強い影響力を持つ株主を持っているようだ。ガバナンス構造の弱点は、独立した監督機関や業績連動の役員報酬に関するガイドラインに多く見られる。このことだけでも、投資テーマである「アジア」においても、アクティブ運用が肝であることがわかる。

エドガー・ヴァルク

メツラー・アセット・マネジメント GmbH

チーフエコノミスト

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
- 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

W20-005

**メッツラー・アセット・マネジメント株式会社**

〒100-0011

東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階

Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会