

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

Kapitalmarktausblick KW 25

2021年6月28日

## 中国は世界経済の先行指標となるか

昨年、中国経済が驚くほど急激なV字型回復を描き、世界経済の回復を牽引しました。中国は、同国内の新型コロナウイルスのパンデミックを速やかに収束させ、インフラ投資や住宅用不動産への融資規制の緩和などにより経済を刺激しました。しかし、今年になって状況は一変しました。今年の中国の経済指標は一貫して期待外れなものとなっています。

### 中国では貸し出しの伸びが低下

中国の成長率については、コンセンサス予想の8.5%に対し、メッツラー・アセット・マネジメント GmbHの予想は7.5%にとどまります。その理由は、債務削減という中国の経済政策にあります。例えば、中国政府は政府のインフラ支出を大幅に削減し、住宅ローンへのアクセスを再び厳しくし、金融刺激策を抑制しました。債務削減政策は、短期的には常に成長を犠牲にするものです。

このことは、クレジットインパルス（GDP成長率に対する新規貸し出しの伸び率）からもわかります。クレジットインパルスとは、貸出の伸びが経済成長をどれだけ強く牽引するか、あるいは減速させるかを示すものです。ここで重要なのは信用拡大の変化、すなわち、それぞれのケースでの新規借入れの変化です。理論的には、これは根拠のあることで、例を挙げて説明します。

1,000ユーロの定期収入がありますが、いつもすべてを使ってしまう会社があります。当四半期には、20ユーロの長期借入金を借り入れしました。従って、当四半期には、1,020ユーロの支出が可能です。次の四半期には、さらに30ユーロの長期借入を行います。借入金額は30ユーロ増加しましたが、クレジットインパルス（新規借入れの変化）は、20ユーロから30ユーロと10ユーロしか増加していません。

中国：経済の先行指標としてのクレジットインパルス

(%、前年比)



出所: フィニティブ・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH、2021年5月31日現在

中国のクレジットインパルスは、5月にマイナスに転じ、今後数ヶ月の間にさらに低下することが予想されます。クレジットインパルスは、経済指標の変化（中国の輸入に関するデータは中国経済全体の実際の変動を最もよく表すと考えられることから、上記チャートでは経済全体の代替として輸入のデータを使用）に対して6ヶ月のリードタイムがあると言われています。

また、中国株式市場は、経済動向に対して半年間のリードタイムを持っていると思われます。もちろん、株式市場には他にも多くの変動要因がありますが、クレジットインパルスの動向と株式市場が高い相関関係にあることは驚くべきことではありません。今後数ヶ月の間に中国のクレジットインパルスが低下することが予想されることから、中国株を取り巻く環境は当面厳しいものになると思われます。しかし、中国株式市場は多くのセクターに幅広く分散されており、高い成長性を持つエキサイティングな企業がたくさんあります。

# market:update

## 中国：クレジットインパルスは株式市場に影響を与える重要な要因 (%、前年比)



出所: フィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH, 2021年5月31日現在

## 中国は米国経済の先行指標となるか

米国経済は、最近、政府による大規模な財政支援のおかげで、好調な経済指標を示しています。しかし、直接給付の小切手はすでに送付されており、計画されているインフラ・プログラムは議会で審議にかけられています。つまり、米国の財政出動はすでにピークを過ぎているのです。米国でも成長率の鈍化が顕著になる恐れがあるのでしょうか？弱い小売売上高は、すでにその最初の兆候なのでしょうか？

これまでのところ、米国企業の高い投資意欲を示すデータが出ています。企業の投資意欲が高いということは、雇用は堅調に推移し、自律的な回復が期待できることを意味します。また、消費者支出のデータは、米国経済がほぼ完全に開放されたことで、消費者の需要がモノからサービスへとどの程度移行したかを示します。もう一つの側面は、現在、経済活動が多くの供給問題によって妨げられていることです。PMI（購買担当者景気指数）は、現在の需要と供給のダイナミクスを知るのに役立ちますが、もし供給が逼迫していれば、現在の旺盛な需要が満たされるのは後ずれすることになります。全体的には、今年前半の猛烈なスピードからは成長が鈍化することが予想されますが、それでも米国の成長は非常に力強いままであると予想しています。

米国経済にとって新たなリスクとなっているのは、国民のワクチン接種に対する意欲の低さです。そのため、秋にはデルタ株（インド型）の拡大を背景に、新たな大規模な感染拡大の波が押し寄せてくる可能性があります。

## 欧州経済は？

欧州では、復興基金「次世代のEU」による政府支援が始まるのは7月以降です。従って、財政出動はまだ先になります。その一方で、新型コロナの感染者数は減少し、経済も徐々に開放されつつあります。このため、消費者信頼感の大幅な改善やサービス業PMIの改善が期待されます。一方、製造業PMIは、サプライチェーンの問題により生産を一部停止せざるを得なかったことから、低下している可能性があります。しかし、重要なことは、現在失われている生産量は将来に先送りされているだけであり、供給問題は需要を将来的に取り戻すことができるものであるという見方です。すなわち、供給の問題は、需要を将来に先送りしているだけというわけでは、そのため、欧州経済の見通しは、これまでにないほど良好なものとなっていると考えています。

また、欧州では、高いワクチン接種率が持続されています。しかし、問題は、ワクチンの数が少なすぎることで、一方で、ワクチン接種に対する意欲は非常に高いです。専門家は「欧州では早ければ9月には集団免疫を獲得し、秋にデルタ株による新たな感染拡大の波を回避することができる」と見えています。

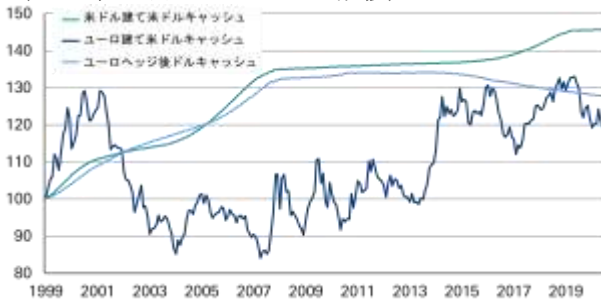
## 外貨投資：通貨のオープン・ポジションをどうするか

外貨建て投資では、戦略的アセット・アロケーションを構築する際にも、オープン・ポジションを管理する際にも、通貨のポジショニングの問題が発生します。

カバーなし金利平価説によれば、2国間の金利差を解消するように為替レートは決定されます。つまり、「金利の高い通貨は減価するため、金利の高い通貨のリターンの方が一貫して有利になるということではなく、実際にはヘッジ付き通貨ポジションとオープン通貨ポジションの間には平均的には差はない」というものです。経験に照らして見ると、2、3年という短期的な期間においては、これはまったく当てはまりません。例えば、1999年1月のユーロ導入時に米国のマネーマーケットに資金を投じた人（ユーロを基準通貨とする投資家）は、2001年6月までに最大で30%のリターンを得ることができました（相対的に高い米国金利に加えて、カバーなし金利平価説によれば減価するはずの金利の高い米ドルがユーロに対しむしろ急上昇したため）。しかし、2002年12月には、こうしたパフォーマンスの優位性は再び失われました。

# market:update

## 長期的な海外投資には為替ヘッジが有効な手段 (1999年12月を100とした推移)



出所: フィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH, 2021年5月31日現在

2003年1月から2015年12月までの期間、米国のマネーマーケットにヘッジなしで投資していた投資家は、2015年末にかけて為替ヘッジありとなしのリターンが再び収束するまでの間に、大きな損失を被ったことさえありました。2016年以降、この2つのタイプの投資の乖離は小さくなっています。このように、数年という中期的な期間で見ると、カバーなし金利平価説は非常によく機能しており、意思決定の材料として利用できると思われます。

したがって、二通貨間の予想金利差に基づく為替ヘッジの推定コスト（または推定プレミアム）は、中期的な通貨パフォーマンスの良い指標となります。したがって、この推定為替ヘッジ・コスト/プレミアムは、外貨建て

投資の中期的なリターンの推定値をユーロに換算する際の基準として使用することができます。

2つ目の結論は、原則として、為替ヘッジはポートフォリオのボラティリティを低減させるため、ポートフォリオのオープン通貨ポジションよりも優れているとされることです。しかし、個々の通貨ペアが、ポートフォリオの分散特性を向上させることもあるので、より詳細な分析が必要です。もちろん、ユーロ圏の政治的リスクの高まりなどで、（ユーロに対する）外貨の上昇が予想される場合等には、通貨のオープン・ポジションも意味があります。

チーフ・エコノミスト  
エドガー・ヴァルク  
メツラー・アセット・マネジメント GmbH



Edgar Walli

W21-023

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・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。
2. 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。
3. 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。
4. 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ます。投資元本を割り込むこともあります。
5. 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。
6. 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。
7. 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ます。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。
8. 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。
9. 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。
10. 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。
11. 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。

メツラー・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