



今週のトピック – 2017年5月19日

ワシントン同様に北京にも注目



デビッド・ライリー

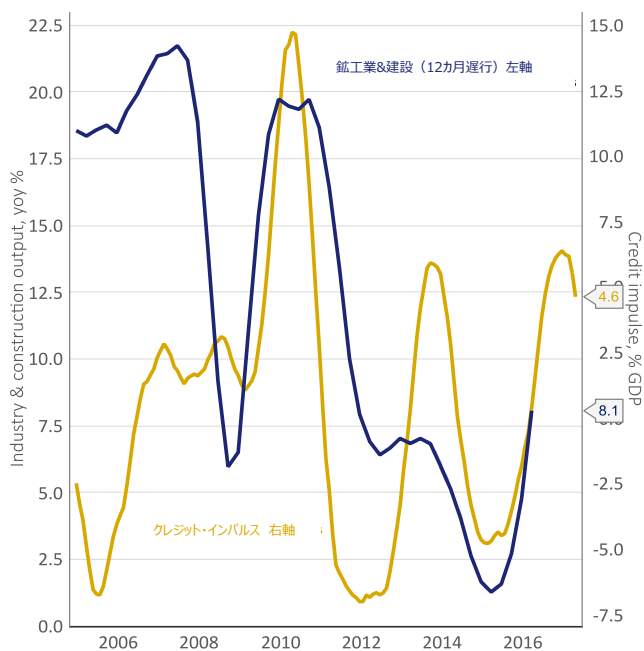
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

最近の静かな金融市場はワシントンとブラジルでの政治的な混乱により急変しましたが、それよりも現在のグローバルな景気回復の維持に重要となるのは、中国が異次元の景気刺激策を縮小させていることであると考えています。

直近の落ち着いた金融市場は、ワシントン(及びブラジル)における政治的混乱によって覆される展開となりましたが、直近のグローバル経済の上向き傾向が続くかどうかを占う上でより重要なのは、中国当局による異次元の景気刺激策であると見ています。中国の経済成長に与える影響は落ち着いたものになると評価していますが、政策の過ちに伴うリスクを過小評価することは出来ません。一方、ワシントンにおいて投資家が最も重要視すべきは、ホワイトハウスよりも米議会及び米連邦準備理事会(FRB)であると言えます。ブルーベイでは、共和党が来年の中間選挙前に減税法案を可決すること及びFRBの更なる利上げ見通しに関して、市場は過小評価していると考えています。

下図では、中国の「Credit Impulse(クレジット・インパルス)(GDPに対する新規貸出の伸び率)」を黄線で示しています。鉱工業及び建設生産(青線)はクレジット・インパルスに約12カ月間遅行しています。中国当局は、2015年半ばにレバレッジの解消から成長促進へと軸足を転換し、中国経済成長及びインフレ率の力強い回復を促しました。英国の欧州連合(EU)離脱(「ブレグジット」)の影響で西側諸国の国債利回りが低下するなか、中国経済に起因するグローバルなインフレは見過ごされてきました。

図1：中国の「クレジット・インパルス」及び鉱工業&建設生産

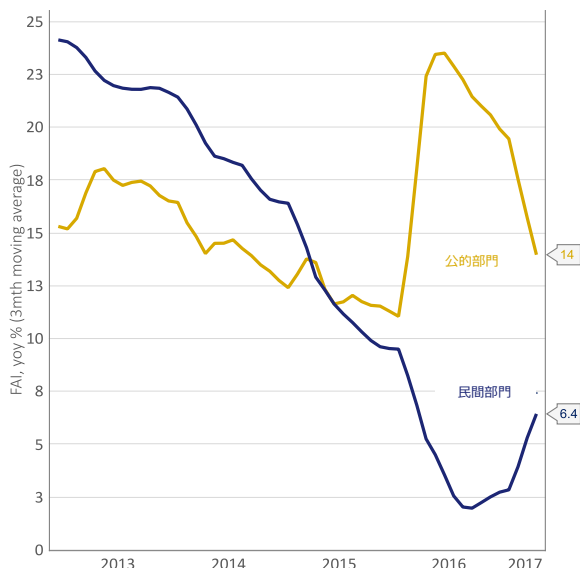


出所:Macrobond、ブルーベイ算出。直近は2017年4月のデータ。

中国当局は、「シャドー・ファイナンス(富裕層向け金融商品及び地方自治体のバランスシート外の支出)」に関する政策引き締めを始めており、新規貸出の伸びは鈍化しています。しかしながら、(より広範な与信の指標となる)社会融

資総量は4月に前年比12.8%の伸びを記録しました。これは同時期の名目GDP成長率を上回ります。また「シャドー」貸出が減少するなかでも、民間企業及び住宅ローン融資は引き続き順調な伸びを見せ、公的部門の投資が減速するなかでも、民間部門の投資が加速していることは好材料です(図2)。ブルーベイでは今後数四半期で中国経済の成長が緩やかに鈍化していくと見ていますが、経済成長に関連した「恐怖」がグローバルの金融市場を混乱に陥れる可能性は低いと見ています。その背景として、中国当局が資金流出及び為替相場に関する規制を強化していることが挙げられます。とは言いながらも、政策担当者が一方で成長を後押しし、他方で(中国人民銀行の言葉を借りれば)「過剰な融資拡大及びレバレッジ率の更なる上昇」を防ぐという慎重な舵取りに着手しているという事実も認識しています。

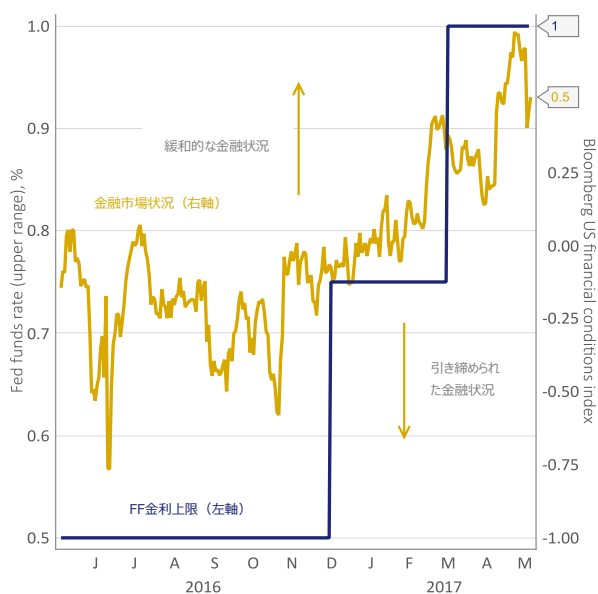
図2：中国の公的及び民間固定資産投資（前年比%）



出所:Macrobond、ブルーベイ算出。直近は2017年4月のデータ。

一方ワシントンに目を向けると、大統領選挙期間中のトランプ陣営とロシアとの結びつきにつき米連邦捜査局(FBI)が捜査を行っていたさなかに、トランプ大統領がコミーFBI長官を解任したことに端を発した混乱から市場ボラティリティは急上昇しました。ただし米国の金融市場は昨年12月に米連邦準備理事会(FRB)が利上げを再開する以前と比較して、緩和的な状況にあります(図3)。さらに、米経済はFRBの予想に沿って年率2%程度で成長しており、失業率も低下を続けるなか、インフレ率もFRBが目標とする2%近辺まで上昇しています。減税や規制緩和による成長への追い風(「トランプ・バンプ」)があったとしてもなかったとしても、FRBの緩やかなペースでの利上げ軌道を妨げるための壁は高く、まずは6月15日、16日に予定されている政策決定会合で利上げが決定される可能性が高いと見ています。

図3：FRB政策金利及び米国金融市場状況



出所:Macrobond、Bloomberg、データは2017年5月19日及び5月18日時点。

直近ワシントンDCで行った面談では、来年の中間選挙を前に減税法案を可決するとの米議会における共和党幹部の強い政治的意思が感じられました。減税が達成されるとの結果は米国債市場にはほとんど織り込まれていません。ブルーベイでは、米国金利の見通しは市場予想を上振れる可能性が高いと見ており、複数の投資戦略において米国金利のショート・ポジションを選好しています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

関東財務局長（金商）第1029号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年5月22日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上