

PRAEVIDENTIA WEEKLY (5月31日)

マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?¹

<要約>

昨年前半以降の「グレート・ローテーション」のテーマの下での債券から株式へという資金シフトと同時に、米国経済の再加速、中国経済の減速を背景に「新興国から先進国へ」という資金シフトの動きも起き、今年1月にかけて新興国通貨売りが加速した。その後最近まで、新興国通貨は悪材料にも拘らず買い戻されたが、多くの国で根本的な問題解決が進まない中、買戻し局面は一服しつつある。今年末から来年にかけて英米で利上げ開始が予想される中、当社は今後、新興国から先進国への緩やかな資金シフトが再開するとみている。

通貨・株式市場で先進国高・新興国安が鮮明

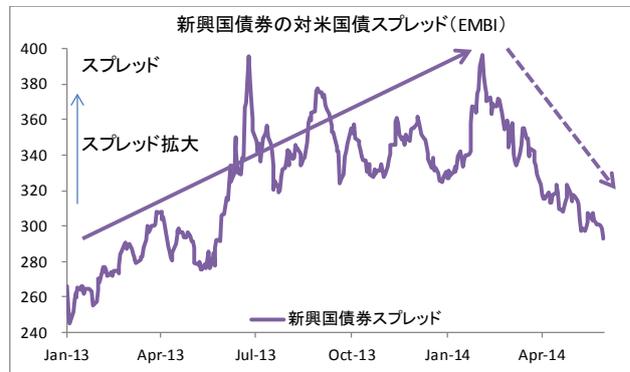
昨年前半以降、米国で景気回復が継続し量的緩和縮小開始の議論が高まったことは、金融市場に大きな変化をもたらした。一つは米国などにおける債券から株式へのシフト（グレート・ローテーション、23日付当社週次レポート「マクロテーマ：部分ローテーション」を参照）だけでなく、これが中国における景気減速と中国当局の成長の「量から質へ」という成長モデルのシフトの意向が同時に起きたことから、先進国における低リターンを背景に資金を集めていた新興国から、成長加速と金利上昇が見込まれる先進国への資金回帰の動きが鮮明となってきた。株式市場では先進国株価の上昇基調が続く一方、新興国株価は下落基調が続いている（図表1）。同時に、新興国債券の相対的な人気度を示す対米国債利回りスプレッド（EMBI スプレッド）も拡大が続いた（図表2）。

図表1：先進国、新興国の株価（昨年以降、指数化）



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：新興国債券の対米国債スプレッド



為替市場でも同様の動きがみられてきた。主要通貨（貿易加重平均ベース）では、昨年からの利上げ期待が強く今年に入り既に2回利上げを行っているNZドルが堅調なほか、デysinフレ傾向にも拘らず景気回復や債務危機後退などを背景にユーロも堅調となり、ポンドは昨年初の下落が大きかったものの、その後は景気回復と住宅市場の過熱化を背景に上昇が続き、そしてドル（米国の主要な貿易相手国以外の国の通貨に対する指数。新興国通貨対比でのドルの強さを示す）も景気回復とFedによる量的緩和縮小（テーパリング）期待とその開始により強含みが続いている（図表3）。

他方で、新興国通貨（対ドル）は今年初にかけてトルコリラ、南アランドを中心に大きく売り込まれ、昨年初対比で一時20%以上下落した。景気減速や成長モデルのシフトにより新興国売りの一因を生み出した中国の人民元は、規制が強く当局の管理が強いため今年入りまで上昇基調が続いていたが、人民元高の景気への悪影響や投機的な対中資金流入抑制のため、他の新興国通貨に遅れて元安誘導が行われた（図表4）。

¹ Janet はジャネット・イエレンFRB議長とジャネット・ジャクソンをかけている。ジャネット・ジャクソンの歌で What have you done for me lately?というのがある（1986年）。EMはEmerging Market（新興国市場）の略。

図表 3：主要通貨の昨年初来の動向（指数化）



(注) ドルはFed作成の対主要通貨以外に対するドル指数 (Other Important Trading Partner, OITP)、ポンド、ユーロ、NZドルは貿易加重平均相場。新興国通貨は対米ドル相場。

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：新興国通貨の昨年初来の動向（指数化）

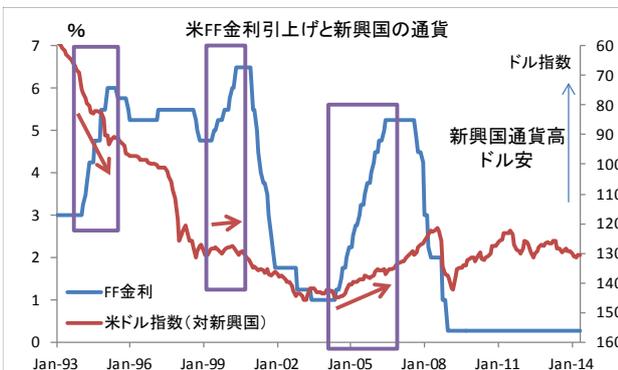


2月以降の反発は本物か？

年初までに大きく売り込まれた後、新興国の株価や通貨はその後大きく反発してきており、新興国債券スプレッドも縮小傾向にある（図表 1、2、4）。確かに、買い戻される材料として、①Fedが実際にテーパリングを開始した後も米長期債利回りが昨年半ばのように上昇せず、むしろ低下していること、②金融市場におけるボラティリティの低下により、変動があり高利回りの新興国市場に投資家が資金を振り向けざるを得ない状況となっていること、③年初までの下落が一方向で、行き過ぎ感が出ていたこと、④3月のトルコ統一地方選、5月の南アとインドの総選挙が概ね混乱なく行われ、結果も概ね想定通りであったこと、などがあつた。

もっとも、これら買い戻された多くの国では、**売り材料となる根本問題が解決されていない場合が多い**。①低成長、高インフレ、高金利、経常赤字といった新興国に典型的な問題が解決されず、特に、高インフレの抑制が必要にも拘らず、成長率が低いことや、中銀の独立性が保証されておらず政治的な圧力もあって、利上げをできず、通貨が売られ易く、そして通貨安が高インフレを招くという悪循環を断ち切れていなかったり（トルコ、南ア）、②選挙で与党が勝利したものの、強権政治（トルコ）や政治腐敗（南ア）に対する反政府の動きは収まるとは考えられなかったり、またこれまで問題を解決できなかった与党が今後選挙に勝利したからといってこれまでより改革を進めるかは不明であること、③ウクライナ情勢の影響を受け易かったロシアルーブルは反発しているものの、混乱は続いており、欧米諸国の対ロシア制裁は更なる強化はあっても制裁が緩まる可能性は当面ない、などがある。

図表 5：米利上げと新興国通貨



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：米利上げと新興国株価



成長率の収斂で、利上げが先進国回帰を起し易い

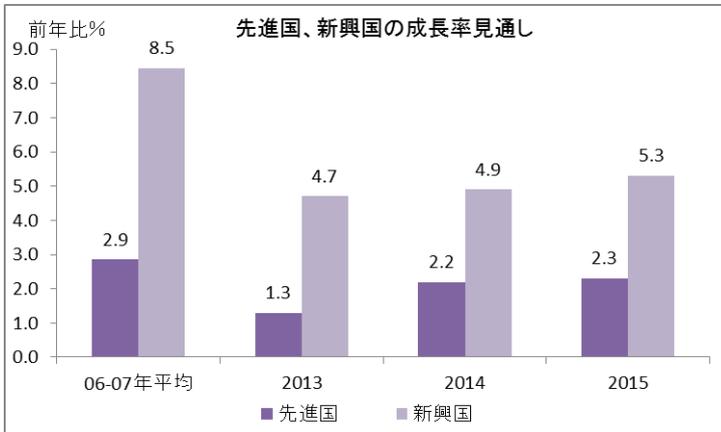
こうした中、当社は足許の新興国買戻しは一時的で、新興国から先進国へという資金シフトの動きは、急激なものとはならないものの再開・継続するとみている。過去の米利上げ局面における新興国の通貨、株価の動き

をみると（図表 5、6）、実は下落したのは 94-95 年のメキシコ債務危機の時の通貨ぐらいで、99-2000 年、04-06 年の時は横ばいかむしろ上昇している。特に 04 年以降の局面では世界的な好景気・低ボラティリティおよび BRICS 投資ブームもあって、相対的に新興国に資金が向かい易かった状況があった。

もっとも、今回の利上げ局面が過去と決定的に違うのは、**先進国と新興国の成長率の収斂**だ。08 年の世界金融危機前である 06-07 年の平均成長率は、先進国で 2.9%だったのに対し新興国は 8.5%に達していた。一方、今年大きく持ち直す先進国で 2.2%の一方、新興国は 4.9%に留まっており、両者の格差は大きく縮小している（図表 7）。このため、米国を中心とする先進国の景気回復と利上げ開始によって、もともとリスクが相対的に低い先進国でリターンの高まりが期待されることから、以前ほどにはリターンが高くない新興国から資金をシフトさせる動きが強まり易い、といえるだろう。とはいえ、**米国の利上げについては、以前（2 年間に 4%ポイント超）と比べて非常にゆっくりとしたペースが予想されており（概ね 2 年で 2%ポイント程度）、新興国からの資金シフトと新興国通貨・株式の下落は相対的にマイルドなものに留まるだろう。**

こうした中、一部の新興国には慎重に資金が戻ることも考えられる。候補としては、ブラジルレアル（高金利が多少の通貨・株価下落をカバー）、インドルピー（Modi 新首相による改革への期待感）、メキシコペソ（Pena Nieto 大統領による先行きの改革期待）などがある。

図表 7：先進国、新興国の成長率見通し



（出所）IMF 世界経済見通しを基にプレビデンティア・ストラテジー作成

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。
 当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。
 当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
 金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「FOMC:相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（ベア）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>