



BlueBay
Asset Management

今週のトピック – 2017年5月5日

グローバルなマクロ経済政策の差がリスクと投資機会を生む



デビッド・ライリー
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

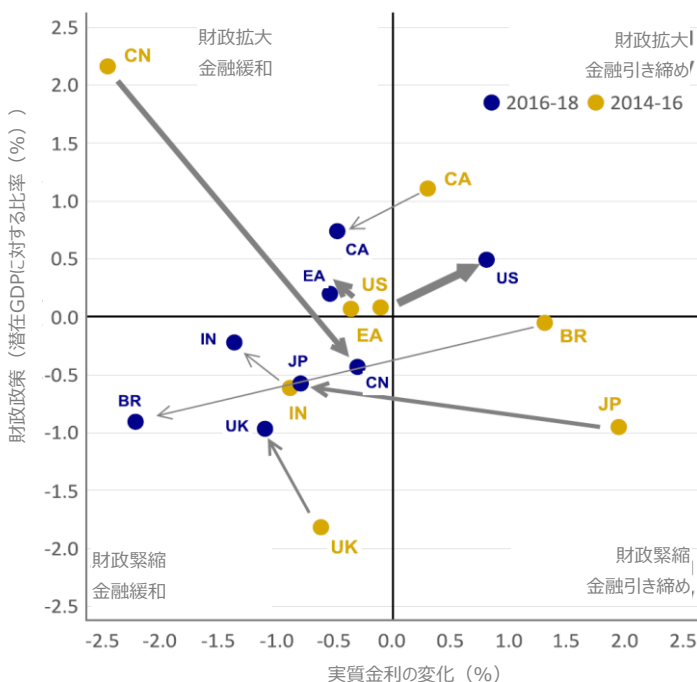
マクロ経済政策の差がグローバル経済成長にリスクをもたらす、アクティブ運用を行う投資家に投資機会を提供しています

投資家の「アニマル・スピリッツ」は、米大統領にドナルド・トランプ氏が就任したことで着火されましたが、中国当局が緩和政策を導入したことが、グローバル経済の回復と2016年中旬頃から本格的に始まったインフレ率の上昇のきっかけになったと考えています。

中国の景気刺激策の効果が薄れ、米連邦準備制度理事会(FRB)が、徐々に利上げを実施していることで、グローバル経済の成長モメンタムは弱まる可能性があります。特にトランプ政権が約束の財政刺激策を実施できず、欧州では性急にマクロ政策の引き締めが実施された場合、この懸念は高まります。

下図では2014年から2016年にかけての主要国における財政及び金融政策の姿勢(黄丸)と、2018年にかけての政策の予想(青丸)を示しています。左上(第2象限)にある国は、財政及び金融政策の緩和を行った国で、右下(第4象限)の国は政策の縮小を行った国(実質政策金利が上昇し、財政赤字が縮小した国)です。矢印は、今年及び来年にかけてのマクロ経済政策の方向性についての予想を示しています。矢印の太さは、相対的なGDPの大きさを意味しており、つまりその国の政策シフトがどれだけグローバルに影響を与えるか、を意味しています。

図1：マクロ経済政策の差



出所: Macrobond, IMF, ブルーベイ算出。2017年5月5日現在

注：CN-中国、CA-カナダ、EA-欧州圏、IN-インド、BR-ブラジル、JP-日本、UK-英国、US-米国

この図から二つのことが分かります。ひとつは、主要国の政策の差は広まっているということです。もうひとつは、中国の緊縮策は米国の財政緩和策によって埋め合わせられると市場は期待しているということです。

中国は、2015年及び2016年にかけて主要国の中で積極的な金融及び財政緩和策に取り組んだ唯一の国で、これによって中国主導のグローバル経済の後退への懸念が和らいだともっています。¹

中国の更なる緩和政策の余地は、緩和的な財政及び金融政策がもたらした通貨の下落といった金融の安定に対するリスクによって制約を受けています。中国の規制及び金融政策の焦点は、すでに引き締め方向に向かいつつあります。政策の転換と経済回復のモメンタムが続く実体経済にはズレがあることから、中国経済は中国共産党大会が実施される今年10月の2017年後半までは大幅な減速には陥らないと予想しています。

今年の初めは、トランプ政権が米国やグローバル経済の成長を押し上げるような大規模な財政拡大を実施することを投資家は期待し、財政拡大や金融引き締めへの予想から米ドルが上昇しました。こうした予想は下方修正されましたが、年末までの合意が期待される減税へのホワイト・ハウスと共和党の強いコミットメントの姿勢を考えると、この期待感の薄れはやや行き過ぎであると考えています。直近のIMF予想では、2018年には米国のGDPのおよそ0.5%に相当する財政拡大が織り込まれています。

ユーロ圏での財政や金融政策のスタンスはここ数年やや緩和基調にあり、2018年を通してこのスタンスは維持されるともっています。ユーロ圏での経済回復の広まりによって今年の初めに、欧州中央銀行(ECB)は金融引き締めを意外に早くスタートするのではないかとこの憶測を呼びました。これに対してドラギ総裁は、欧州経済がかなり停滞しており、それ故にインフレの見通しも抑制されているとして、引き締めバイアスは必要ないことを示唆しました。財政緊縮の終了は、経済回復のモメンタムに対して重要な役割を果たしましたが、欧州の政策当局に早急な経済回復とインフレ率の上昇をもたらすような大規模な財政緩和策を実施する意志があるのかどうかは不透明です。

経済学の決まり文句では、長いタイムラグと様々なラグを伴って政策は経済に影響するといわれています。中国、米国、欧州をはじめとする主要国のマクロ経済政策のシフトは、グローバル経済の成長やインフレに大きな影響を及ぼし続けるでしょう。

マクロ経済政策の差と、それが経済に与える影響が不透明で可変的であることから、グローバル経済の活動とインフレの上昇が、スムーズに途切れることなく進む可能性は低いと考えています。しかし、政策の差や地域ごとの資産クラスのリターン差を活用していこうとするアクティブ運用を行う投資家にとっては、こうした状況は投資機会を生み出すと考えています。例えば、FRBが利上げに向かい米ドル高基調が予想されるなかでも、ブラジルでは金融緩和策が実施されているといったことが、資産間のリターン差を生み出すと言えます。

注1: 財政政策は、直近(2017年4月)のIMF Fiscal Monitorの指標及び予想をもとに、潜在的なGDPと比較した一般的な政府のプライマリー・バランス(景気循環調整後)の変化を示したものです。プラスであれば構造的に緩和的な財政政策のスタンスであることを示しています。つまり、財政赤字/黒字は経済サイクルではなく政策によってもたらされているという状況です。実質金利の変化は、中央銀行の政策金利からコア・インフレ率を差し引いたものと、市場が織り込む政策金利予想から年末のインフレ予想を差し引いたものを使用しています。

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8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