

## 新興国市場の見通し： 主要国経済と緩和的な環境が支える 2013年9月

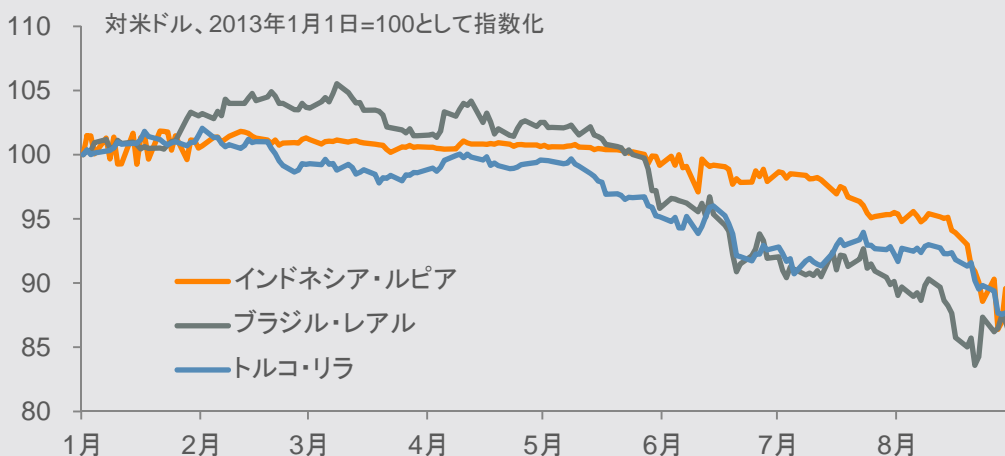
### 要旨

- 新興国の為替、債券ならびに株式市場への売り圧力が足元で高まっている。この主たる要因は米連邦準備制度理事会（以下、FRB）による量的緩和の縮小を巡る不透明感である
- 量的緩和の縮小開始が実際に決定されれば、不透明感が払拭されることから、量的緩和の縮小自体は市場の材料ではなくなり、その背景である米国経済の堅調さに焦点が当たる
- FRBの金融政策を巡る不確実性の解消、主要国経済の堅調さ、ならびに緩和的な金融環境の継続という状況は投資家にとってはリスクを取りやすい環境であり、こうした環境が次第に認識されていくことで、投資家は長期的に見て高い成長と収益が期待できる新興国への投資を再び進めていくものと見られる

### 新興国に対する売り圧力が高まる

新興国の為替、債券ならびに株式市場に対する売り圧力は足元で高まっており、リスク回避的な動きが拡大しています。この要因として、ごく最近についてはシリア情勢の緊迫化も挙げられますが、引き続きFRBによる量的緩和の縮小観測が市場の大きな不透明要因となっているようです。こうした経緯から今後の展開を推測すると、量的緩和縮小のタイミングや規模が決定されれば、これらはもはや市場を大きく動かす「材料」ではなくなると見られます。さらには量的緩和縮小の根拠である米国経済の堅調さと、緩和的な金融環境の継続に焦点が当たると見られます。

新興国通貨の推移（2013年1月1日から8月30日まで）

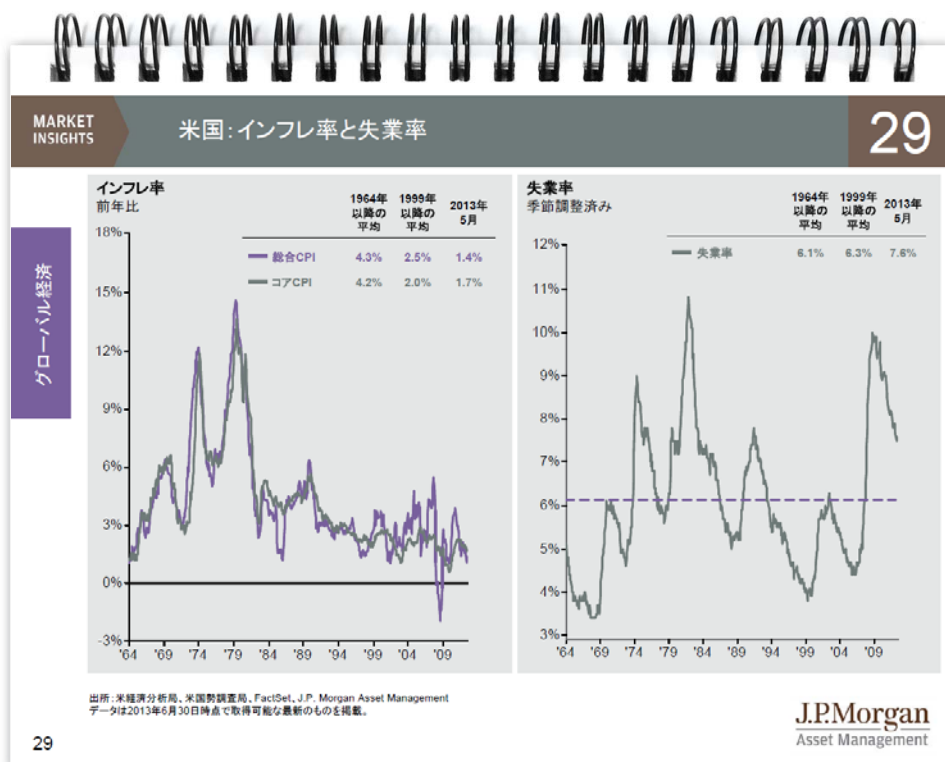


出所：Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management

上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

## FRBの金融政策を巡る不透明感はまもなく解消される

米国の景気拡大がまもなく5年目を迎えようとする中、FRBが量的緩和の縮小を前向きに検討しているという事実は、他の誰でもないFRB自身が先行きを含めた米国経済の堅調さに関して「お墨付き」を与えようとしていることを意味します。FRBが特に注視しているのは労働市場の動向ですが、7月30-31日に開かれた連邦公開市場委員会(以下、FOMC)の議事録(8月21日公表)においては非農業部門雇用者数の伸びについて「堅調」であり、失業率については「かなり低下してきた」と表現されています。すなわち、FRBは「量的緩和の縮小はもうまもなくである」とのメッセージを、市場に対して発信しているものと推察されます。



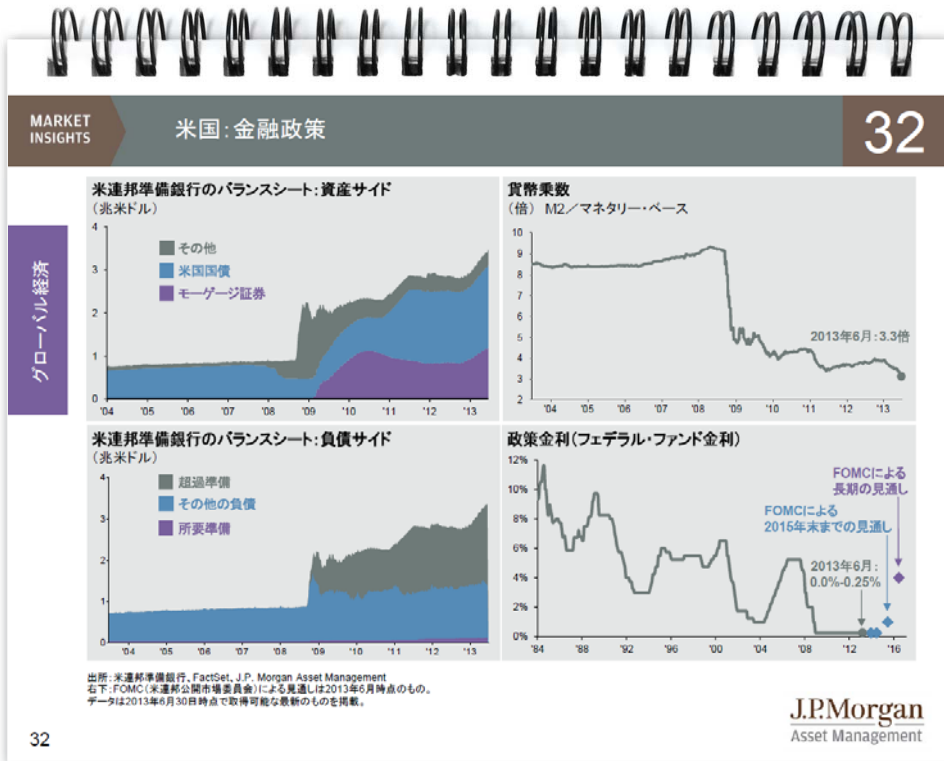
Guide to the Markets - Asia 2013年第3四半期版29ページ(弊社HPよりダウンロード頂けます)

5月下旬から本日に至るまで市場が混乱している要因は量的緩和の縮小スケジュールが正式決定されていないという点です。FRB自身もこうした混乱を引き起こすことは避けたい一方で、突然の政策変更によって市場を驚かせないように、あらかじめ量的緩和の縮小を市場に対して心積もりさせておく必要があります。この意味で現在の混乱は避けられないものです。とはいえ、先に述べたように量的緩和の縮小はまもなく決定される見込みです。言い換えれば「量的緩和の縮小タイミングや規模」は今後は市場の「材料」ではなくなります。この意味でまずは、視界が晴れることで市場はリスクを取る準備ができるようになって見えています。

「量的緩和」を巡る誤解

FRBの量的緩和と新興国市場との関係については1つの誤解が生じているようです。一般に「FRBが供給してきた緩和マネーが新興国市場から一斉に引き上げられている」といった表現がなされますが、これは現実には生じていることの正確な描写ではありません。実際には、FRBが量的緩和を通じて市中銀行に提供している流動性は、これを受け取った市中銀行から(新興国市場を含む)外の世界には出て行っていません。これはFRBの負債である超過準備が超過準備のまま計上され続け所要準備に振り替わっていないことから明らかで、「量的緩和」と一般に呼ばれる現在の政策は金融緩和にはつながっていません。言い換えるならば、FRBが供給している流動性が新興国市場に流れていたわけでもなければ、まして足元で戻りつつあるわけでもありません。実際、FRB自身は現在の政策を「量的緩和」とは呼ばず、「大規模資産買入れ(LSAP)」政策と呼んでいます。

このように流動性が外の世界に流れたわけではない一方、FRBによる国債やモーゲージ証券の大規模買入れによって長期金利や市場のボラティリティは低位で安定し、こうした環境が投資家によるリスク・テイクを促してきたことは事実です。言い換えるならば、投資家に提供されたのは流動性ではなく、「リスクを取っていいとの安心感」といったものです。この一方で、一般には投資家が新たな流動性を手にしているというイメージがあるため、「量的緩和の縮小は流動性の低下である」との誤解を招いているものと見られます。確かにそうした安心感がまもなく減らされてしまうとの主張はありますが、投資家はその代わりに「米国経済の堅調さ」という新たな安心感を受け取るわけです。



新興国の経常赤字は先進国の投資家が持つ高い成長期待と投資が背景

現在、通貨安・債券安・株安という、いわゆるトリプル安に見舞われている新興国の多くはインフレ率が高く、経常収支が赤字の国々です。我々は中国やシンガポールなど、アジアの低インフレかつ経常黒字の国々を見慣れているため、高インフレと経常赤字の組み合わせに懸念を抱きがちですが、この2つの組み合わせは新興国本来名の特徴とも呼べるものです。

新興国は所得が低い一方で、最低限の消費は必要であることから、結果として高い貯蓄の水準を維持することは困難になります。また消費のほかにも、社会インフラなどへの投資も必要であり、しかも経済成長の伸び代が大きいことから投資の期待収益率も高く、資金需要は旺盛になります。そして、こうした状況を先進国の投資家の側から見るならば、自国に比べて高い期待収益率を提供する新興国は魅力的に映ります。こうした資金の需要と供給がマッチし、新興国は先進国から資本を借り入れ、資金需要が満たされることで国内の投資は国内の貯蓄を上回り、経常赤字が生じます。また需要(消費や投資)が供給(国内所得・生産)を上回ることインフレ圧力が生じます。

新興国の経常赤字はしばしば投資家の懸念材料として浮上しますが、そもそも経常赤字は上で見たように、新興国側の事情のみで成り立つものではなく、先進国の企業や投資家が新興国に対して抱く高い成長期待と実際の投資行動ゆえに成り立つものです。そして、資本の還流が生じる際には経常赤字国がより多くの資金を受け入れている分だけ、より大きな影響を受けることになります。

MARKET INSIGHTS 世界の経済状況と人口動態 25

投資グローバル

	経済統計					人口動態			
	名目GDP (十億米ドル)	1人当たり名目 GDP(米ドル)	実質GDP 成長率(%)	インフレ率 (CPI、%)	経常収支 (対GDP比)	人口 (百万人)	人口増加率 (%)	平均寿命 (年)	中位年齢 (年)
<b>先進国</b>									
オーストラリア	1,542	67,723	3.6%	1.8%	-3.7%	22	1.1%	82.0	37.6
カナダ	1,819	52,232	1.8%	1.5%	-3.7%	35	0.8%	81.6	40.8
EU	16,584	32,518	-0.2%	2.6%	1.0%	504	0.2%	79.9	41.3
日本	5,964	46,736	2.0%	0.0%	1.0%	127	-0.1%	84.2	46.4
英国	2,441	38,589	0.2%	2.8%	-3.5%	63	0.6%	80.3	40.3
米国	15,685	49,922	2.2%	2.1%	-3.0%	317	0.9%	78.6	37.3
<b>新興国</b>									
ブラジル	2,396	12,078	0.9%	5.4%	-2.3%	201	0.8%	73.0	31.3
中国	8,227	6,076	7.8%	2.7%	2.6%	1,350	0.5%	75.0	36.2
インド	1,825	1,492	4.0%	9.3%	-5.1%	1,221	1.3%	67.5	26.6
インドネシア	878	3,592	6.2%	4.3%	-2.8%	251	1.0%	71.9	29.6
メキシコ	1,177	10,247	3.9%	4.1%	-0.8%	116	1.1%	76.9	28.3
ロシア	2,022	14,247	3.4%	5.1%	4.0%	143	0.0%	69.9	38.7
トルコ	794	10,609	2.6%	8.9%	-5.9%	81	1.2%	73.0	30.2

出所：国際通貨基金(IMF)、国際連合(UN)、米中央情報局(CIA)、J.P. Morgan Asset Management  
経済統計はIMFによる統計(2013年時点)、人口動態のうち、中位年齢は国際連合の見直し(2015年)、その他は米中央情報局の推定値(2012年/2013年)、  
データは2013年6月30日時点で取得可能な最新のものを使用。

25 J.P.Morgan Asset Management



## 主要国の実体経済の堅調さと緩和的な金融環境が新興国経済を支える

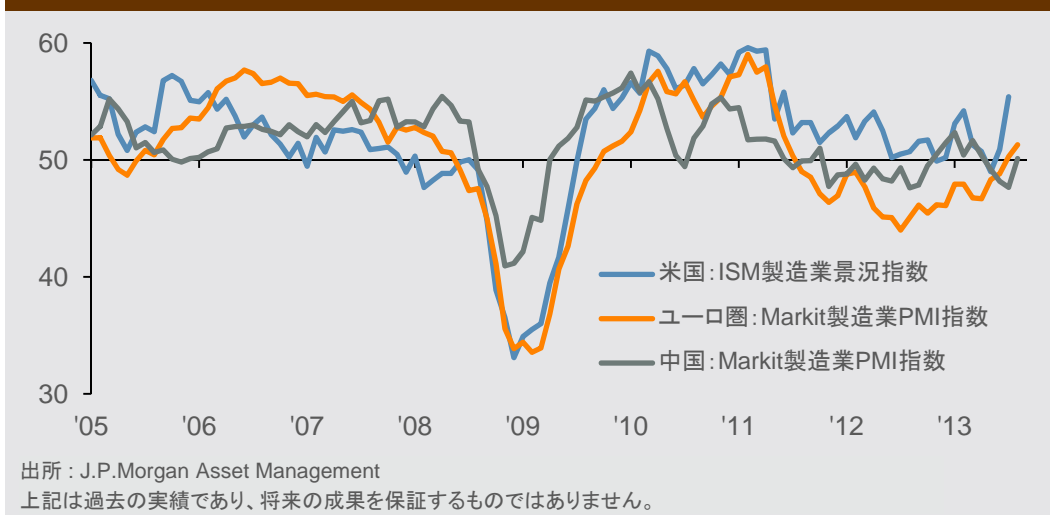
先にも述べたように、米国経済の堅調さについてはFRB自身がお墨付きを与えようとしているところです。また日本経済についても、個人消費や住宅投資を中心として非常に堅調であり、今後についても持続的な景気の回復が期待されることです。そして、欧州についても、景況感は今年の3月以降、急速な回復を示しており、これを裏付けるようにユーロ圏の第2四半期の実質GDP成長率は7四半期ぶりにプラスに転じています。

さらには、中国についても、8月のMarkit社による製造業PMI(購買担当者指数)が4ヶ月ぶりに経済活動の拡大・縮小の境目である50を上回っています。中国政府は7月末以降、中小・零細企業に対する付加価値税の免除や貿易手続きの簡素化、鉄道建設の加速など、景気対策を矢継ぎ早に打っています。また中国人民銀行(中央銀行)は7月末に約半年ぶりに、公開市場操作を通じて市場に流動性を供給しています。これらの政策措置は政府の最低限の経済成長(7%程度と見られます)は確保するという、李克強首相の最近の発言を裏付けるものです。

この一方で、主要国における緩和的な金融環境は継続していく方向です。FRBは最初の利上げを2015年の半ば頃と見込み、これを公表していますし、日本、ユーロ圏そして英国の中央銀行はいずれも「長期にわたる低金利の継続」を確約している(低金利の継続にコミットしている)状況です。

結論として、FRBの金融政策を巡る不確実性の解消、主要国経済の堅調さ、ならびに緩和的な金融環境の継続という状況は投資家にとってはリスクを取りやすい環境ということができます。こうした環境が次第に認識・確認されていくことで、投資家は長期的に見て、相対的に高い成長と収益が期待できる新興国への投資を再び進めていくものと見られます。

主要国・地域の製造業PMI(購買担当者指数)の推移



本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2013年9月2日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見通しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見通しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見通しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港：証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド：証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール：金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾：金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本：金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会)、韓国：金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(コリア)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア：証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080) (AFSL376919) (Corporation Act 2001 (Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断の際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。