

人民元相場 — 予想される実質ベースでの大幅上昇

Stefan Hofrichter

Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH*, RCM Senior Strategist

米国は中国政府に対し繰り返し人民元の切り上げを要求してきました。名目ベースでの切り上げのタイミングについては、中国政府当局による決定事項であるため予測は困難ですが、内外の物価変動を割り引いた実質ベースでは、人民元は今後10年間に大幅に上昇するとの見方を我々は強めています。実質ベースでの人民元の上昇は、名目ベースでの上昇の結果として、或いは物価上昇率が貿易相手国よりも上回る結果として、そのどちらかを通じて発生することになります。

英エコノミスト誌は、マクドナルドのハンバーガー「ビッグマック」の値段をベースに世界各国の購買力平価を算出、「ビッグマック指数」として発表しています。この指数によると、人民元は現在対米ドルで実際の価値よりも50%近く過小評価されています（他の先進国通貨との対比では、過小評価の割合は50%を下回ります）。他の新興市場の通貨も、人民元相場ほどの規模ではないものの、多くが平均で20%近く過小評価されています。過去5年間に、人民元相場はすでに対ドルで25%近く上昇してきました。これは高い成長を遂げている国ほど実質為替レートが強くなるという、いわゆる「バラッサ・サミュエルソン効果」として知られています。新興市場では生産性がもともと低い水準から上昇するため、生産性の伸びは先進国よりも高く、賃金の伸びも先進国に比べて高くなります。そのため、新興市場の通貨は構造的に過小評価される傾向があり、対先進国通貨で見て実質ベースで上昇する傾向があるというのが、このバラッサ・サミュエルソン効果の説明するところです。

今後の人民元相場の見通し

人民元の過小評価の度合いが、他の新興市場通貨の平均的な過小評価の度合いに収斂していくと想定しましょう。中国と米国の予想経済成長率の差をベースに、人民元の将来の実質上昇率を定量的に算出し、それを分析材料に加え、また今後の中国の実質成長率が米国のそれよりも6%程度高いと仮定しますと、人民元の対米ドルでの上昇率は向こう10年間に年間5%程度になるとの結論が導き出されます（10年間の累積では60%以上の上昇となります）。

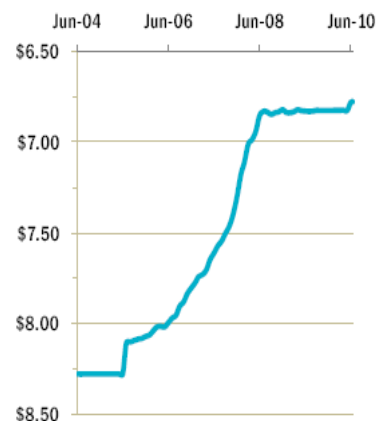
この数値は一見したところ大きく見えますが、日本の戦後の経済復興が始まってから15年後の1960年以降、日本円が実現した上昇率にほぼ完全に一致しています。1990年中頃までに、円の対米ドルでの上昇率は累積で300%近くに達しました。円の上昇は、まず1970年代中頃から後半までは、主としてインフレ率の格差拡大を通じて実質ベースで発生し、その後ようやく名目ベースの上昇が発生しました。中国の経済近代化が始まって15年後の1994年以降の人民元の上昇率は、それと同等の期間に見られた円の上昇率を下回っています。向こう10年間に人民元が実質5%の上昇率を維持した場合、その累積の上昇率は、日本円の1960年から1985年までの上昇率にほぼ匹敵する水準に達します。従って、年間実質5%という人民元の予想上昇率は、実際のところ現実的な数値であると言えます。

実質ベースの人民元上昇がもたらす影響

中国にとって、人民元相場の実質ベースの上昇は、名目ベースの上昇とインフレ率の高まりとのトレードオフを意味します。つまり名目為替レートが変わらない場合、インフレ率が大幅に高まるのが予想されます。実際のところ、中国のマネー・サプライは力強い伸びを示しており、インフレ率は今年後半には一桁台後半に達する流れにあります。しかし最終的には、人民元相場は名目ベースでも上昇することになるでしょう。中国政府当局は、最近の施策に見られる通り、一度の大幅な上昇よりも、人民元相場の弾力性を徐々に高める道を選択する可能性が高いと我々は見ています。一度に大幅な上昇を容認した場合、多額の投機資金が市場に流入するリスクが極めて高くなるためです。グローバル経済の観点から見ますと、人民元相場の実質ベースの上昇は、世界の経済活動の再調整に資するものでもあります。これは、人民元高による中国の内需拡大を通じて、同国の経常黒字が削減されるためですが、この流れこそ、今グローバル経済で求められている要因でないかと、我々は考えています。

米ドルの対人民元相場

(2004年6月～2010年6月)



出所: RCM

確定給付型年金制度(DB制度)を「絶滅」から救うべきか？

Udo Frank

RCM Capital Management LLC*, Global Chief Executive Officer

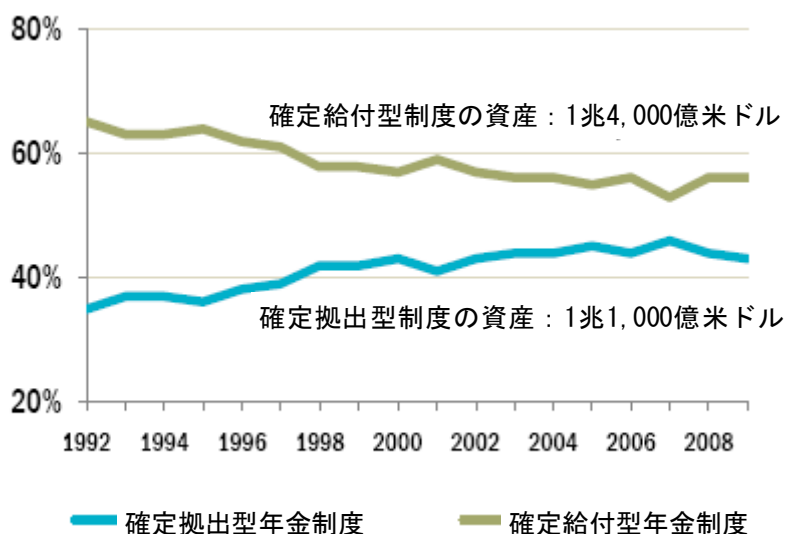
確定給付型年金(以下、DB)制度は、数十年にわたり米国で多大な成功を収め、他の多くの国で年金制度の原型として採用されたプランですが、現在米国では民間セクターを中心に、存続の危機に立たされています。DB制度加入者は退職後に必要な生活資金として、受給額が事前に決められた形で同制度からの給付を受けますが、最近、規制面、会計面でのルールが変更になりました。労働人口の増減、人口構成の変化、資本市場の値動きの激しさ、そして忘れてならない要因として、民間セクターを中心とした制度の無責任な運営、これらの要因が重なって、DB制度は現在の形態のまま継続させるには、あまりにも費用がかかり過ぎるようになってきているという事情がありました。米国で新たにDB制度を設立した民間企業は、もう何年にもわたって存在しておらず、多くが凍結または制度終了となっています。公的セクターでも同様の傾向が見られるか、或いは少なくとも今後10年をかけてハイブリッド型の年金制度への移行を検討する傾向が高まりつつあります。米国のDB制度のうち、規模で上位100位に入る年金プランは、2009年一年間に約400億ドルの資金を当該年金制度に拠出しました。平均積立率は84%に達しています。金融市場の相場回復や金利上昇の流れが継続した場合、DB制度の廃止が加速する可能性があります。相場回復や金利収入の増大を通じ、積立率が100%近くに達する企業が増え、プラン解散という選択肢を持つに至ると考えられるためです。現在は、DB制度に代わって、確定拠出型年金(以下、DC)制度が、米国、米国外を問わず、年金制度の主流になりつつあります。

DB制度は、通常、雇用者が従業員に提供している最大の年金給付制度であり、以上述べたように現在、DC制度へのシフトが発生しているわけですが、残念ながら、我々はこの変化に対応する用意が十分にできていません。

退職後の生活資金を提供する責任が雇用者側から従業員側にシフトするというこの変化は、以下の4つの大きな問題を孕んでいます。第一に、DB制度では、年金運用の専門家が、受託者として一定の資産を預かり、年金委員会による専門的な監視と、通常、コンサルティング会社や年金数理人による専門的な助言を受けつつ、十分に分散した形で投資を行います。DC制度では、その運用の責任がプラン加入者個人にシフトすることになります。しかしプラン加入者は、他の多くのことでは専門家でしょうが、長期投資の分野で専門家となれるのはごく一部の人に限定されると予想されます。投資教育の実践と各種投資ツールの提供だけで、個人投資家が投資上の賢明な選択を行う資質を身につけられると考えるのは、本当に現実的なことでしょうか。またあらゆる種類の資産クラスに対して、同じように投資できると想定するのは、本当に現実的なことでしょうか。ある調査結果が示すところによると、DB制度による投資リターンは、DC制度による投資リターンを少なくとも1%ポイント上回っています。注) 二番目の問題点は、年金として受け取る生涯所得は、今後は制度上、自動的に得られるものではなく、個人が各自取得を目指す必要があるという点です。その方法と仕組みについて、今まさに議論が進行中です。三番目の問題点は、このDB制度からDC制度への移行の過程で、社会にとって全体として失うものの方が多い可能性があるという点です。DC制度への移行によって、制度の一部としてではなく、人から人へ、ある時点からある時点へ、リスクの移転が発生するため、投資リスクを採り、長期投資を実践する能力が損なわれることとなります。最後四番目が重要な点ですが、DC制度は、運営に非常に多くのコストがかかり、その分、受益者のリターンを低下させるという点です。情報開示のルールが競争面の圧力を強めると予想されることから、構造的に高コストな体制は今後もそのまま残ると考えられます。

いかなる社会においても、ある程度のコストで持続可能な、十分な原資を持つ退職年金制度が存在することが重要となります。そのため今後、新たな取り組みを通じ、DB制度が持つ多くの重要な要素を保ちつつ、DC制度が示す柔軟性の一部を取り入れた新たな年金制度の原型を構築することが必要になるでしょう。この新たな制度の構築に当たっては次の要素を検討すべきです。

米国企業の年金資産に占める
確定給付型制度と確定拠出型制度の比率**



注) 財務・人事のリスクマネジメント会社、タワーズ・ワトソンが401(k) (確定拠出型年金プラン) とDBプラン (確定給付型年金プラン) のリターンを1995年から2007年にかけて比較した結果の報告書より。退職年金調査センター (Center for Retirement Research) の調査レポート 第52号 (2006年9月発行) でも、同様の結果が報告されている。

*RCM Capital Management LLCはAllianz SE傘下のグループ会社です。

**出所: グリニッジ・アソシエーツ「2009年 米国資産運用の概況」

- 信頼性が高く明確な規制面、会計面の枠組みを構築すること。年金債務の額や将来の期待リターン、積立水準の判定における不透明性を最小限に抑え、ソルベンシー（支払能力）テストにおける年金債務の長期特性を認識するために有効な枠組みであること。また個々人に対する年金給付額や雇用者側のコスト負担に関する透明性を確保すること。
- インフレ調整や実質所得調整など、ある程度の費用がかかりつつも、備わっていることが望ましい特性を持つ、信頼性のある枠組みを構築すること。
- 年金制度統合のためのより簡明な枠組みを用意し、特定の条件下で加入者個人の資産の移管を実現すること。それによって、制度の質を高め、規模の経済性（規模拡大による低コスト実現）、範囲の経済性（多様化による低コスト実現）、業界で最良を目指して懸命にしのぎを削る要素を確保すること。
- 民間セクターと同じ規制面、会計面の枠組みを、公共セクターに提供すること。たとえば米国財務会計基準審議会（FASB）と政府会計基準委員会（GASB）との連携による統一。

こうした点はこれまでも度々協議されてきましたが、残念ながら、あまり多くの結果が出されていません。DB制度の「絶滅」を受け入れるのではなく、将来の年金給付のニーズに適合したハイブリッド型の年金制度を創設すべく、雇用者側、規制監督者、産業界の各種団体、受益者が協調し、新たな取り組みを進めるのがより適切な選択肢ではないかと思われます。

米国市場の見通し

Scott Migliori

RCM Capital Management LLC*, Chief Investment Officer

米国株式市場全体と個別銘柄の株価の相関関係が、記録的な水準まで高まっていることが、最近、幾つかの記事や読み物で指摘されています。これは、マクロ経済に対する疑問が個別企業のファンダメンタルズを上回っていることに、主として起因するものです。具体的には、経済成長の持続性に関する投資家の疑問や考え方、米景気の二番底入りに対する懸念が、4-6月期の個別企業決算の内容如何にかかわらず、個別銘柄の株価の方向性とパフォーマンスに大きな影響を及ぼしており、その基調が向こう数週間にわたって継続する可能性があるという見方です。従来と同様、個別銘柄固有の要因（ボトムアップ要因）が株価動向を左右する本来の状況に至るためには、ペースは緩やかながらも現在の景気回復基調が持続可能であるとの確信を、市場参加者が持てる環境が必要となります。この点に関しては、ある程度楽観的な見方を出来る材料が幾つか見られます。例えば、クレジット市場の動向が2007年～2008年時に比べて遥かに安定していて、順応しやすい状態にあり、景気が深刻な二番底入りに見舞われる可能性は低くなっている点が挙げられます。またセルサイド（証券会社）が出す今年下半期の経済成長率予想がかなり大幅に下方修正されているため、今年10-12月期までに景気動向が予想以上に上振れするというサプライズが生じる可能性もあります。こうした展開になれば、10-12月期に向けて、個別企業のファンダメンタルズが再び重要性を増し始め、その時点において、年末にかけて株価が上昇基調に入る可能性があります。

リサーチからの抜粋

Joshua Smith

RCM Asia Pacific Limited*, Product Specialist

アジアの発展途上国は、世界人口の半分近くを占めており、国によってばらつきはあるものの、エネルギー関連、輸出主導型の産業を幅広く有していますが、エネルギー消費では未だ世界全体の27%程度に過ぎません。その中でも中国はエネルギー需要が急増している代表的な国です。人口一人当たりのエネルギー消費量は米国の5分の1にとどまりますが、国全体のエネルギー消費量は、2009年に米国を凌ぎ、世界最多の国となりました。中国以外でも、アジアの発展途上国ではエネルギー消費量が増加の一途をたどっています。こうした中、公害や国内のエネルギー供給面の制約が経済成長の足かせとなる事態を回避するためには、従来型の石油・天然ガス中心のエネルギー・インフラの整備に加え、エネルギー効率や環境に優しい技術、環境汚染対策などに重きを置いたインフラ設備に多額の投資を行うことが必要です。アジア各国の政策担当者には、そのような環境重視のインフラ投資を進めること以外に、殆ど選択肢はないとも言えるでしょう。

この点に関し一つ期待が持てるのは、二酸化炭素排出量の少ない環境に優しいエネルギー技術の発展が、多くの新興国が掲げる最優先の政策目標の一つとなっており、アジア地域のインフラ投資環境を有望なものとしている点です。

*RCM Capital Management LLCおよびRCM Asia Pacific LimitedはAllianz SE傘下のグループ会社です。

例えば、韓国、シンガポール、マレーシア、台湾およびタイの高速鉄道計画に加え、中国は2億人を結びつける総距離1万9,000キロメートルに及ぶ世界最長の高速鉄道網を2014年までに建設する計画です。また中国はスマートグリッド(次世代送電網)の建設に総額2,270億元を投資する計画で、その他、2020年までに発電量63.5ギガワットの原子力発電の原子炉を建設し、その後のプロジェクトとして発電量120ギガワットの発電所建設も予定しています。韓国も、アラブ首長国連邦(UAE)やインド、フィリピン、メキシコ、トルコ等との間で、最近、原子炉輸出に絡む契約を締結、現在はアルゼンチンとも同様の関係を構築しつつあり、原子力発電関連の輸出に関して、極めて積極的な姿勢を示しています。アジア地域では、以上のように原子力発電、高速鉄道、スマートグリッドなどの分野で様々な進展が見られるほか、太陽光発電や風力発電、新型電池、LED(発光ダイオード)照明、水力発電、LNG(液化天然ガス)、地熱発電、水ろ過装置、汚水処理などの分野でも、技術面、生産性の面で大きな進歩が見られます。こうした新技術に対する新たな取り組みは、現時点では確固たる政策方針からというよりも、必要に迫られての行動であるせよ、アジア地域が「グリーンエコノミー」、つまり環境に優しい経済に向けて、経済発展の軸足を移し始めていることを意味するものと我々は確信しています。

GrassrootsSM Research

Andreas Bartels

Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH*, GrassrootsSM Research Analyst

去る6月、南アフリカでサッカー・ワールドカップが開催されました。グラスルーツ・リサーチでは、このサッカー・ワールドカップがドイツ、イタリア、英国のサッカーくじ事業に与える影響に注目して参りました。サッカーくじ販売店の店長と400人近い顧客にインタビューしたところ、ワールドカップの開催された6月、くじの売上があらゆる国で通常の月よりも増大していることが明らかになりました。ドイツと英国のくじ販売店の店長は、多くが今回の規模の売上増を想定していましたが、イタリアの店長は売上が予想以上だったと回答しています。興味深いことに、ワールドカップの開催シーズンにサッカーくじの売上が増えるかどうかは、自国チームの勝敗にあまり大きく左右されないという結果が、欧州全体にわたって出ています。

もう一つ、我々グラスルーツ・リサーチ部門が注視しているトレンドは、くじの販売形態が、伝統的なくじ販売店での販売から、オンラインでの販売へとシフトしつつあることです。我々がインタビューしたくじ販売店オーナーのほぼ全員が、オンライン・ベースのくじ購入にシフトする顧客が増えていることに懸念を示しています。これは若い世代の顧客に特に顕著に見られる傾向です。人気のあるスポーツくじのサイトとしては、ドイツのBWIN、イタリアのSnai、英国のWilliam Hillなどが挙げられます。

本稿に記載されている内容(以下、「本稿」)は、情報提供を目的として、当社RCMジャパン株式会社が当社の関係会社が作成した英文資料を翻訳(または抄訳)したものであり、特定の証券や金融商品等の推奨や販売勧誘を行うものではありません。翻訳(または抄訳)には正確を期していますが必ずしも正確性を当社が保障するものではありません。また抄訳の場合には原資料の趣旨を必ずしも反映した内容になっていない場合があります。当社および本稿に記載されている関係会社はAllianz SE傘下のグループ会社です。本稿は既に変更されている場合、または予告なく変更される場合があります。本稿には将来の市場の見通しに関する記載が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。当社の事前の承諾なく本稿を第三者に開示すること、本稿の一部または全部を使用、複製、転用、配布すること等はご遠慮ください。証券投資はお客様ご自身の責任において行ってください。

金融商品取引業者の商号: RCMジャパン株式会社

登録番号: 関東財務局長(金商)第424号

社団法人 日本証券投資顧問業協会 会員番号: 011-01236

RCMジャパン株式会社

問合せ先: 営業部 03-6229-0200(代表) info@jp.rcm.com

*Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbHはAllianz SE傘下のグループ会社です。