

EVOLVING MARKETS FOCUS

ASEAN とブラジルに投資すべき時か？ / ピークシェール

本稿では、いくつかの重要な新興国市場に投資すべき時が来たのかどうかを検討する。最初のレポートは、ASEAN諸国の通貨と外国為替市場に関するものである。これは、アジアでの先進地域に属する諸国へ投資する場合に考慮すべき重要な点である。

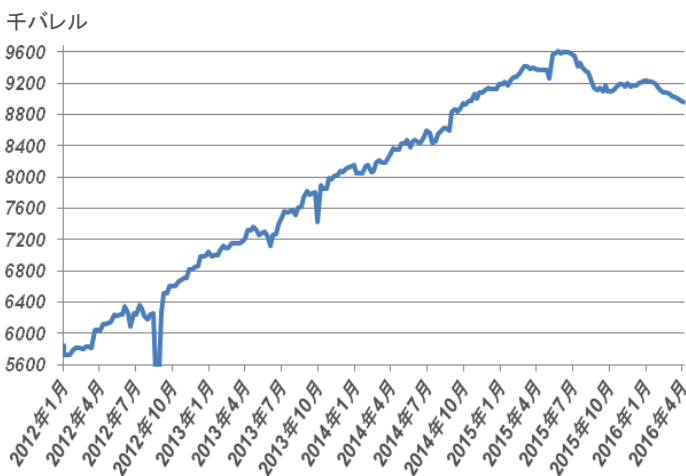
次に、当社のグローバル株式チームのヘッドであるウィリアム・ローが、シンガポールを拠点とするマルチアセット・チームの新興国市場のスペシャリストであるロバート・サムソンとともに最近ブラジルを訪問した。彼らの詳細なレポートによって、同国のいくつかのアセット市場に投資する際のプラス面とマイナス面を明らかにする。ブラジルへの直接投資を検討していないとしても、同国について知ることは重要である。なぜなら、同国の政治状況は変化しつつあり、混乱が収まって経済が再び成長し始められるかどうかは、世界経済にとって非常に重要な意味を持つからだ。

最後に、当社のエジンバラを拠点とするグローバル株式アナリストであるイアン・フルトンが、世界の広告業界の動向と、モバイル広告の重要性がいかに過小評価され続けているかについて説明する。

ピークシェール

2016年4月15日までの米国の原油生産高

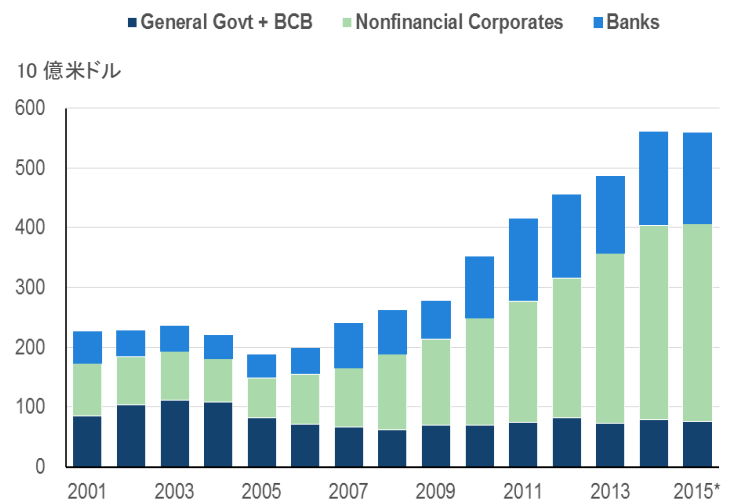
単位: 千バレル



出所: ブルームバーグ

ブラジルの総対外債務

単位: 10 億米ドル



出所: BCB および UBS *2015年は6月末までを考慮。企業間の借入れや、非居住者による国内債券の保有などの直接投資を含む

マーケットウォッチ

原油価格の極めて重要でありながら不可解な要因は、米国のシェールオイルの生産高の問題である。当社は以前から、シェールオイルの生産高は予想よりも急激に減少すると主張してきたが、それがいよいよ起こり始めた。当社はこの動きを「ピークシェール」と呼び、原油価格が1バレル7,778円(70米ドル)を上回らない限り、シェールの生産高は歴史的ピークに達したと考えている。多くのシェール生産者がすでに倒産し、銀行や債券市場は今後長期間、この産業を支援することにかかなり消極的であり続けるだろう。あまり知られていないが非常に重要な要因に環境規制がある。地震が増したため、オクラホマ州は排水を井戸に送り返すことを禁止した。そしてこの動きは広がる可能性が高い。もし民主党が大統領選挙で勝利すれば、多くの新たな規制がさらに次々と施行されることが予想される。オバマ政権は、米国のエネルギー自立を促進するために生産の厳格な制限は行わなかった。しかし現在厳格なメタンガス規制を提案しており、これが成立すると米国のシェール生産を妨げることになるだろう。他の諸国で原油生産が急増しなければ、この米国の動向は近い将来、世界の原油価格に大きな影響を与えそうだ。

2016年3月31日

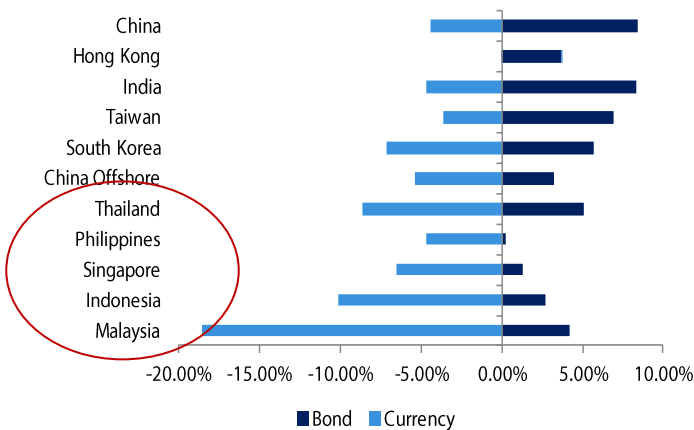
エドワード・ング、ポートフォリオマネージャー

アジアと言えば、数十年前はこれと言った経済的強みもない存在だったが、今や世界の経済成長に欠かせない原動力となるまでに目覚ましい変貌を遂げている。その流れを大きく後押ししてきたのが、中国経済の急速な台頭だ。しかし、アジア地域において ASEAN の重要性が高まっていることは紛れもない事実である。アジア開発銀行によると、仮に ASEAN 諸国を単一の経済圏として見た場合、2013年の総 GDP は 2.4 兆米ドルにのぼり、世界第 7 位の経済規模を誇ることになる。人口は合計 6 億人を超える。急増中の労働力人口による旺盛な購買力が内需拡大の原動力となっており、欧米への経済的依存度が低下している。

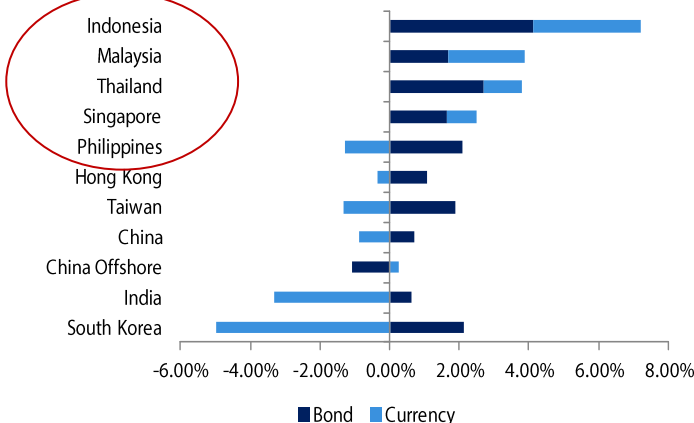
2015年の ASEAN 市場は、世界的な成長低迷、コモディティ価格の下落、全面的な米ドル高、FRB(米連邦準備制度理事会)による早期利上げ観測をめぐる市場の懸念を受けて、軟調なパフォーマンスに終わった。同期間中の ASEAN 市場は、コモディティ価格の急落に対する(輸出額や税収の)感応度の高さが大きく影響し、北アジア市場をアンダーパフォームした。年間を通じて ASEAN 諸国の通貨に対する売り圧力が強まるなか、各国の金融当局が積極的に介入を行ない、それが外貨準備高の急激な減少へとつながった。また、マレーシアでは、国内の政治をめぐる懸念を受けてすでに冷え込んでいたセンチメントがさらに悪化し、資本流出が止まらない事態となった。

図 1: アジアの通貨と債券のパフォーマンス

2015年

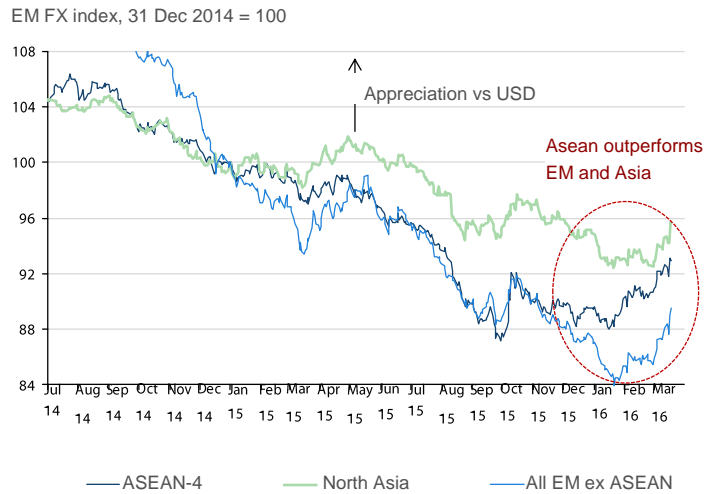


2016年年初来



出所: ブルームバーグ、HSBC Asia Local Bond Index (2016年2月29日現在)

図 2: ASEAN は他の新興国をアウトパフォーム



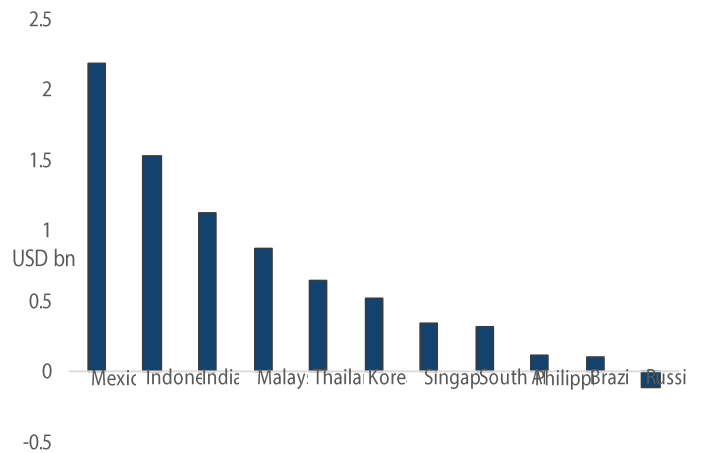
出所: ブルームバーグ、HSBC

しかし、2016年の当初3ヵ月間において、ASEAN 市場(通貨と債券の両方)は目を見張るほどの反発を見せ、北アジアを含む他の大半の新興国市場をアウトパフォームするなど、ASEAN 諸国のパフォーマンスは好転している。

どのような変化がこうした好転をもたらしたのだろうか。

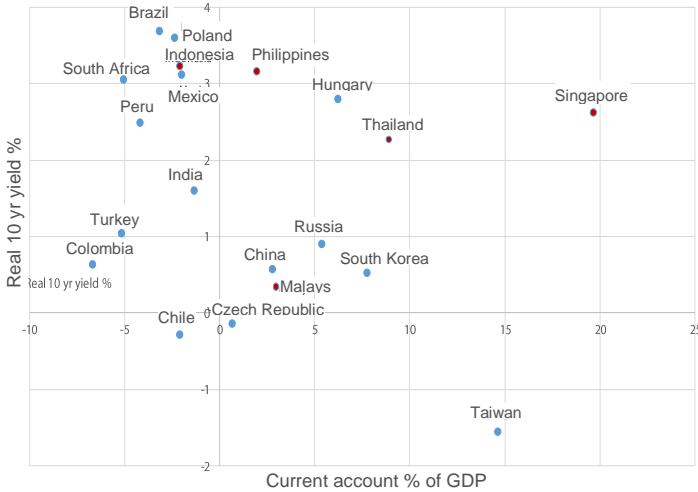
- 第 1 に、大きな注目を集めていた FRB による早期利上げの影響は、懸念されていたほど大きくないことが判明し、また、FRB が緩やかなペースでの利上げを示唆したことから、米ドルの先高観が後退した。欧州と日本におけるマイナス金利の定着も相まって、投資家の間ではキャリートレードの投資機会を追求する姿勢が再び見られるなか、新興国に再び投資妙味が出ており、アジアへの分散投資の魅力が再び高まっている。新興国債券ユニバースの中でも、他の市場に比べてリスク調整後ベースの実質リターンが良好な ASEAN 諸国の債券は人気を集めている。

図 3: マイナス金利導入で日本の投資家の資金が新興国債券市場へ流入、その恩恵を受ける ASEAN 市場



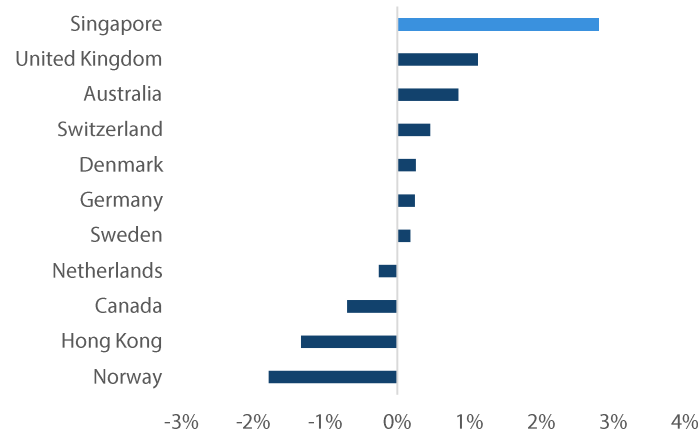
出所: ブルームバーグ、HSBC

図 4: 経常収支の対 GDP 比率と 10 年物実質金利



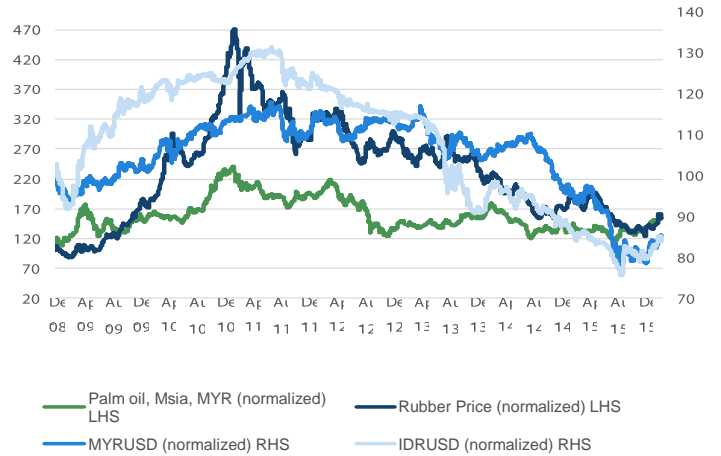
出所:ブルームバーグ

図 5: シンガポールの 10 年物実質金利は AAA 格付国の中で最高水準



出所:ブルームバーグ

図 6: パーム油やゴムなどのコモディティ価格と同様に、マレーシアリンギットとインドネシアルピアも反発



出所:ブルームバーグ

- 第 2 に、コモディティ価格の下落基調(昨年の ASEAN 市場の低迷に大きく影響した要因)が止まっている。エネルギー価格を含めコモディティ価格には底入れの兆しが見られており、コモディティ関連資産(特にマレーシアやインドネシアの資産)への下押し圧力が和らいでいる。実際、ムーディーズは 3 月中旬、南アジアと東南アジアの国営石油会社 6 社について、バランスシートの健全さや政府による支援を理由に、格付見通しを「弱含み」から「安定的」へと引き上げた。

- 第 3 に、2015 年はインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンといった ASEAN 主要国が予想を上回る経済成長を遂げるなど、世界的な逆風に面しても ASEAN 諸国の経済成長率は底堅い推移を見せた。特にフィリピンは、旺盛な内需に支えられ、過去数年間の GDP 成長率が平均約 6%にも伸びている。中国との貿易面や金融面のつながりが強い北アジア諸国にとっては、中国経済の減速が重石となる見通したが、中国の成長鈍化が ASEAN 諸国に与える経済的影響は相対的に小さい。例えば、対中国輸出の GDP への寄与度は台湾であれば 22%、韓国であれば 12%だが、インドネシアの場合は 2%に過ぎない。
- さらに、ASEAN 各国の国内要因の見通しも同様に明るい。インドネシアでは、インフレ率の大幅な低下を背景に、債券投資家にとっては実質利回りが魅力的な水準にあるとともに、金融当局にとっては必要に応じて利下げを実施する余地が十分に生まれている。インドネシア国内では効果的な改革が実施されており、スタンダード&プアーズが年内に同国の信用格付けを投資適格級へと引き上げる可能性も高まっている。マレーシアでは、政治面のノイズが幾分和らいでいることから、当面は首相の交代はなく、経済・財政改革の継続性が確保されるものと予想している。また、タイの軍事政権は、停滞している経済活動の加速に向けて、2016 年度投資支出予算を過去 7 年間で最大の水準まで拡大する計画だ。

足元の世界的な低金利環境下において、投資マネージャーの間では、このように見通しが良好な ASEAN への関心が高まるだろう。安定した経常収支、政府債務水準の低さ、良好な物価動向、貿易先が分散されており特定の貿易相手国・地域への依存度が低いこと、魅力的な実質リターン水準により、ASEAN は魅力的な分散投資先候補となっている。長期的には、シンガポールとクアラルンプールを結ぶ高速鉄道、タイ全土を結ぶ鉄道網、中国の「一路一帯」構想による各種プロジェクトなど、巨大インフラ整備プロジェクトを受けて、世界経済における ASEAN の存在感がさらに高まるだろう。コモディティ価格が一段安となる場合、世界的なリスクオフを招くイベントが生じる場合、FRB が積極的なペースで利上げを実施する場合を除き、ASEAN 市場は、グローバル・ポートフォリオにおける長期分散投資先の有力な選択肢であり、新興国の資産クラスの中でも注視すべき市場と言える。

2016年4月21日

ウィリアム・ロー、グローバル株式ヘッド

ロバート・サムロン、マルチアセット・シニア・ポートフォリオ・マネージャー

2011年以降、ブラジル資産はその価値の見直しが起こり、下落が続いている。当初はコモディティ価格の下落を反映したものであったが、その後は、ルセフ大統領が導入した、ポピュリスト(大衆主義者)的なながらビジネスに不都合な多くの政策が、経済調整の痛みを増すだけの結果となり、政治の先行きが不透明になったことが市場の重しとなった。(コモディティ市場とブラジル資産の両方における)調整規模が非常に大きいことを考えると、問題は現在のブラジル資産が魅力的な投資機会であるのか否かということである。

先日、日興アセットマネジメントのウィリアム・ロー(グローバル株式ヘッド)とロバート・サムソン(マルチアセット・シニア・ポートフォリオ・マネージャー)が、現在の投資環境を見極め魅力的な投資アイデアがあるかどうか特定するため、共同でブラジルの調査訪問を実施した。グローバル株式運用チームとマルチアセットチームでは投資ユニバースや戦略が異なるものの、両チームは定期的にアイデアを共有するほか、(グローバル株式運用チームが最終的に行うのは個別銘柄の選択であるものの)共に各地域のマクロ政治動向が担当資産クラスに与える影響の把握に注力している。両チームとも、考え得る投資機会の様々なリスクやリターンについて理解を深めるには、真の見識が得られる現地訪問が不可欠であるとの考えを共有している。

新興国市場は、マクロ状況の変化(コモディティ価格の構造的な下落など)と、そのようなリスクに対処し持続可能な成長を達成するための改革を実行する政治的能力の両面から、各国間で投資先としての魅力に差が広がってきていると考える。ブラジルはこの点で最適なケーススタディであり、これらの動向が通貨、株、債券といった全資産の価格に影響している。当社にとって、マルチアセットチームのユーラシア・グループとの提携は、世界中の市場に影響を与えるマクロ政治動向を理解する上で、非常に貴重なものとなっている。今回の出張では、個別企業との面談に加え、ユーラシア・グループによるミーティング手配のサポートもあって、様々なコンサルタントやジャーナリスト、政府関係者と面談することができ、ブラジルの投資背景を十分に理解することができた。

ブラジルが直面している構造的・政治的課題は重大

投資機会を探るにあたり、弱気な市場センチメントは良好なスタート地点であることが多く、今回の出張のタイミングはまさにこれが大きく関係している。しかし、ブラジルが直面している課題の大きさを考えると、これらの課題を市場が適切に織り込んでいるかどうかを評価する前に、事実関係をまとめておいた方がいいだろう。

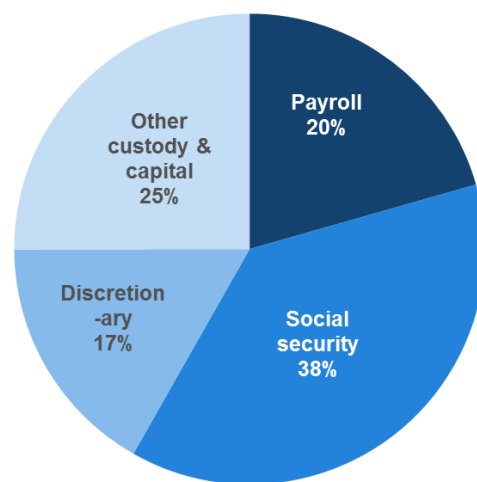
ブラジルでは、財政状態が急速に悪化しており、税収の対 GDP 比率が新興国の中で最も高い水準である(出所: Heritage Foundation)にもかかわらず、債務の対 GDP 比率も 66%と新興国の中で最も高い水準にある。金利が 14%を超えている結果、金利負担が増大し、財政赤字は全体で対 GDP 比 10%近くとなっている。財政悪化の主要因の 1 つは、大規模な公共部門で、GDP に占める割合が拡大しており、それを支えているのは税率の引き上げのみである。憲法の構造により、成績の悪い公務員の解雇や減給は、不可能とは言わないまでも非常に困難となっている。

ブラジルは総貯蓄の対 GDP 比が新興国の中でトルコと南アフリカに次いで低く、このような巨額の赤字を埋めるのに必要な資金を調達す

るのは非常に困難な問題である。実際、大きな政府は投資を圧迫しており、こしばらくは高い金利コストや税率、財政の先行き不透明感が投資を押し下げている。

また、政府予算のうち、政府の裁量で動かせるのはわずか 17%で、残りの 83%は憲法により支出が定められている(図 1 を参照)ため、与党による財政赤字削減への試みが阻まれている。この 83%の支出を削減する改革を行うには憲法改正が必要で、それには国会議員の 60%以上が賛成しなければならない。改革が必要との認識は高まってきているが、憲法改正実施の範囲と道のりについては、依然として大きく意見が分かれている。

図 1: ブラジルの 2015 年度予算



出所:ブルームバーグ

また、ブラジルは、政党間に蔓延する政治汚職や政治機能のマヒといった障害に直面しており、政情が変化する中で進んで譲歩を交渉しようとする者はほとんどおらず、ルセフ大統領には弾劾の恐れも差し迫っている。国会議員は元々、願わくは 2018 年の大統領選で経済が改善した状態で政権移行が行われるよう、ルセフ大統領が任期中に厳しい改革を推進することを支持していた。しかしながら、ルセフ大統領の権力が弱まるとともに、汚職捜査も複数の政党に拡大しており、政治家たちは当面、主要改革の推進を見送る可能性が高い。今回の出張の面談で多くのブラジル人が我々に語ったように、議会がついに立ち上がって必要な改革を実施するようになるには、市場が更なる痛みを与え、政治の独りよがりが一掃される必要があるかもしれない。

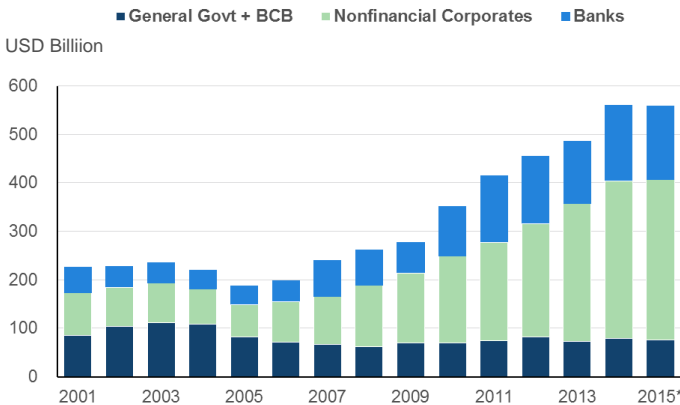
ブラジル株: バリュエーションは依然割高で営業レバレッジは高水準

今回の訪問において、株式市場にとって明るい兆しを見ることはできなかった。株価指数レベルでは、ブラジル株式は大幅に下落しており、当初はコモディティ・セクターを中心とする企業収益の低下が下落を先導したが、現在は景気減速による売上成長の低下により、下落がより広範囲の銘柄にわたっている。収益成長が予想を下回り、信用問題が浮上するするとともに営業レバレッジ水準の過小評価が認識されていくなか、収益予想は下方修正基調が続く可能性が高い。

レバレッジ問題は、様々なセクターで拡大していることが分かった。企業債務の対 GDP 比率は平均 75%と、他の主要新興国に比べて非

常に高い。図 2 から分かるように、ブラジル企業間の借入れや海外投資家への債券発行を通じて行った海外からの借入れは、大きく積み上がっている。

図 2: 総対外債務(単位: 10 億米ドル)



出所: BCB と UBS *2015 年は 6 月末までを考慮。企業間の借入れや、非居住者による国内債券の保有などの直接投資を含む

市場のボラティリティが高く(これまでのところ)増資が難しいため、企業は資産売却を余儀なくされており、売却先は主に外国人(中国など)となっている。これを背景に、海外直接投資は最近増えてきているが、それと対照的に成長に向けた投資は減少している。実際、UBS によると、予算の引締めと信用の不足(国有銀行はバランスシートが既に拡大してしまっている一方、民間銀行は貸出しに対して消極的)の両要因により、投資は 15%縮小している。

当社は、このようなレバレッジ率の上昇により企業価値が殆ど低下していないため、市場全体のバリュエーションはあまり割安でないと考えます。実際、質の高いディフェンシブなグロース銘柄は非常に割高であり、国内での資金コストを適用した場合はなおさらである(図 3 を参照)。

図 3: ブラジル株の割引率



出所: BCB と UBS。

より安全性が高い大型優良株には、大幅に割安な銘柄は見られない。金融銘柄とコモディティ銘柄には相対的な割安感があると見るが、資金コストが低下する、および/またはコモディティが上昇相場に戻ると確信できない限り、投資妙味が高いと言うのは難しいだろう。出張を終えての結論としては、ブラジルは構造的課題や政治的課題が依然続くため、株式のリスクプレミアムは高止まりする可能性が高

いと見ている。手短かに言えば、株価の下落は企業収益性の低下、経済成長の鈍化、先行き見通しにおけるボラティリティと不透明感の増大を反映しているにすぎず、ミスプライシングは、市場全体に当てはまるというよりも個別銘柄毎に判断すべきであり、ブラジル株式への投資についてバリュエーションの割安感は概してない。

コモディティ/通貨: 依然調整局面ながら明るい兆し

ブラジルリアルは、過去の水準と比較すると割安感があるように見えるが、この下落分のうちどれだけが、コモディティブームの間に生じた大幅な上昇を単純に相殺するものであるかを考えると、それほど割安感はない。同通貨は、コモディティ価格の上昇と資金流入の増加で大幅に割高となったが、その後、2011 年以降は、対ドルで 60%調整している。しかしながら、実質実効為替レートは、2002 年後半に付けた最安値よりも依然 47%高い水準にある。ブラジルの労働賃金は低下したが、中国やメキシコと比較すると依然として割高であり、したがって輸出が大幅に改善して通貨を下支えすると考えるのは難しい。

とはいえ、エネルギーやベースメタル以外で、ブラジルがコモディティ輸出を伸ばし得る可能性がある。面談したブラジルのアナリストの何人かは、通貨の調整で競争力が高まったことにより注目しているセクターとして、特に食肉を挙げていた。輸出は、主にコモディティ価格の下落により金額ベースでは減少しているが、数量ベースでは僅かながら増加しており、このトレンドは注視していく必要がある。

足元のブラジルリアルは、市場センチメントの変化を主な背景として海外投資家にとっての位置付けが改善したことから、下支えされている。3 月初めからのレアルの上昇は、そのほとんどが、新興国の為替相場とコモディティ市場に対する全般的な安堵感、またルセフ大統領弾劾の可能性が高まったことに関する国内動向によるものだった。これらの動きが継続すれば、レアルは更に上昇する可能性がある。しかし、上昇が持続的なものとなるには、新たなリーダーシップと改革案についてより明確な見通しが必要であると考えます。また、ブラジル訪問中に面談した人々の多くが、今後 4~5 カ月間のうちに基礎的財政収支の黒字額が目標を下回り始め、構造改革に進展が見られなければ市場がかなりネガティブに反応するリスクが比較的高い、と懸念している。

改革がうまく進展している場合でも、債務の対 GDP 比率が 90%を超える予想される 2020 年以降までは潜在成長率が改善しないため、今後 2~3 年におけるレアルの見通しは依然かなり低調である。ブラジルが資本市場へのアクセスを失えば、同国は債務のマネタイゼーションを行わざるを得なくなるかもしれない、そうなればインフレ率が上昇しレアルは大幅に下落する可能性が高い。グローバル株式運用とマルチアセットの両チームは、マネタイゼーションは無視すべきでない不確定要素であると考えます。

外貨準備高が短期対外債務残高の 6 倍と、2012 年の水準(同 12 倍)からは低下したものの、依然高い水準にあることは注目すべきである。一般的に、この倍率が 1 倍を割り込むとリスクが非常に高いと考えられるが、ブラジルは現在のところ、資金流出に対して依然十分なバッファーを持っている。

ブラジル債には割安感が見られるが市場信頼感の維持が鍵

銀行預金準備率が高いのに加え、ブラジル中央銀行は高水準の政府債務の保有が許されているため、国債発行に対する資金は十分に確保されているように思われる。しかしながら、民間セクターの銀行は、主に残りの勘定部分で経済的収益を達成しなければならないため、預貸スプレッドは大きく、貸出期間は短くなっている。

当社は、現在のハードカレンシー建て債券には割安感があり、通貨と同様の投資機会を提供していると考えます。リスクプレミアムは、短・中期的に縮小する可能性があるが、長期的には、ブラジルの持続可能な財政状況に戻る能力に対して市場が信頼を失くした場合は、更に大きく下落する可能性がある。

現地通貨建て債券も割安で、ハードカレンシー建て債券と同様の投資機会を提供しているが、現地通貨建て債券の場合は明らかに国内のインフレ動向の影響をより直接的に受ける。今回のブラジル訪問中、ブラジル中央銀行のメンバーと面談の機会があったが、彼らはインフレ率は低下に向かうと強く主張した。彼らの見通しでは、昨年実施された電気料金の大幅な引き上げのベース効果を通じて、またレアルの安定化や雇用市場の軟化により、インフレ率の低下が実現されるとのことであった。

インフレ率の低下が実現すれば、中央銀行の利下げに伴って金利低下の大きな機会となる可能性があるが、現地通貨建て債券ではこれがだんだん織り込まれつつあり、利回りの低下幅がハードカレンシー建て債券のそれを大きく上回っている。これにおける明らかなリスクは、インフレ率が実際には低下せず、インフレ予想が上昇してしまうことである。そうなるかどうかは、インフレ・データと財政収支の目標未達の証左次第だが、特にインフレ率の高止まりが続いた場合は、影響がより深刻になる可能性がある。

まとめ:ブラジル資産への投資は引き続き困難を伴う

ブラジル政府は、市場の信頼を失う前に国を持続可能な経済成長軌道に戻すためには、改革を実行する必要がある。しかしながら、機能不全の政治、政党間に蔓延する汚職、そして大統領弾劾の危機が政治プロセスを麻痺させており、更なる改革は当面棚上げされる可能性が高い。そのため、ブラジルへの投資は引き続き困難を伴い、同国へ資金を投資しようとする投資家には注意が必要とされる。

今のところ、当社のグローバル株式運用チームは、株式への投資に追い風となる市場環境を見出すことができなかった。ウィリアム・ローは、個別銘柄の選択が役割であるものの、ブラジル株式での銘柄選択には、現在の市場、通貨、収益予想の下方修正といったリスクを考慮しても投資妙味を正当化するようなバリュエーション面の支援材料が必要であると強調する。全体的な市場エクスポージャーに投資するのは、相対価値に基づいたトレーディング戦略にすぎず、そのようなやり方は当チームが行うポートフォリオ運用のスタイルではない。

当社のマルチアセットチームは、中期的にはタクティカルな投資機会があるかもしれない(特に債券と通貨)ものの、長期的にはブラジルへの投資は時期尚早であると見ている。ブラジルは、コモディティ・セクターで継続する高いボラティリティの影響を受けやすい状況が続くと思われるが、ロバート・サムソンの懸念はより長期的なもので、ファンダメンタルズの悪化が加速し、政治システムの対応能力を超えてしまう可能性があるのではないかと考えている。

2016年4月15日

イアン・フルトン、グローバル株式アナリスト

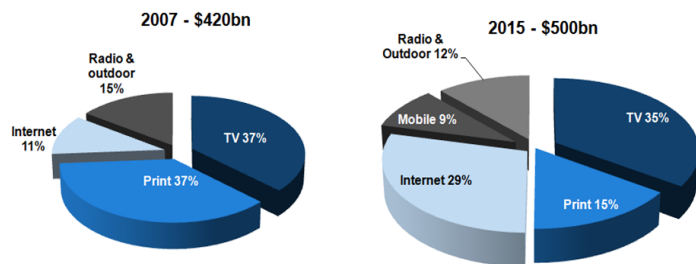
世界の広告業界は急激な転換期にある。印刷メディアが、インターネットやモバイルといったデジタルメディアにシェアを大きく奪われているのだ。ユーロモニターによると、2016年の世界の広告収入は6%伸びると予想され、テレビとデジタル広告が総収入に占める割合は60%近くになると見込まれている¹。テレビが引き続き最大のシェアを占めるが、インターネットとモバイルが対前年比でシェアを伸ばしつつある。

当社のグローバル株式チームは、世界の広告業界における長期的な動向と、それが業界企業に与える影響を見極めるため分析を行ってきた。当社の見解では、広告主は今のところ、消費者が携帯電話に費やす時間の量に応じたモバイル広告の活用ができていない。そしていくつかの企業が、この状況を利用する有利な立場にあると考えている。

伝統的メディアからデジタルメディアへの根本的なシフト

インターネットは最も大きく市場シェアを伸ばしてきており、新聞や雑誌の発行部数が激減している印刷メディアのシェアはその分縮小している。一方でテレビやラジオ、屋外広告はすべて市場シェアを維持してきた。図1は、過去8年間に世界の広告費において、インターネットと(新規参入者である)モバイル機器が印刷メディアへの広告費予算に大きな影響を与えたことを示している。

図1: メディア別、世界の広告費支出(単位: 米ドル)



出所: ブルームバーグ、マグナ・グローバル、2016年2月現在

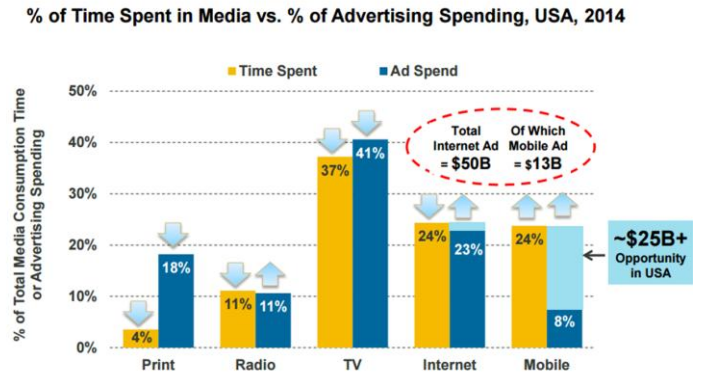
なぜ伝統的メディアからデジタルメディアへの広告費のシフトが起きたのか? 主要な理由の1つは、消費者がスマートフォンやタブレット端末そしてPCなど、インターネットに接続できる機器をより長い時間利用するようになったことにある(図2を参照)。

印刷メディア、ラジオ、テレビ、さらにはインターネットを消費者が利用する時間は減っており、増加しているメディアはモバイル機器のみである。テレビの広告費におけるシェアは利用時間におけるシェアをわずかに上回っているだけだが、米国では依然として利用時間で正当化されるよりもはるかに多額の広告費が印刷メディアに使われている。このため、モバイルやインターネットのような新興メディアにとっては、市場シェアを大きく伸ばす機会が存在する。モバイル広告が米国の総広告費予算に占めるわずか8%の現在のシェアと、モバイル機器が消費者の利用時間に占める24%のシェアとを比べていただきたい。

これらの数字を見れば、広告費予算は消費者と接する時間がより多いオンライン広告へ次第に振り向けられると思われる。この2、3年間にモバイル広告は市場でのシェアを拡大しており、このセクターの主要企業は急成長した。当社はこの状況がまだ続くと考えている。e マーケターによると²、2016年には、米国のインターネットユーザーのほ

ぼ10人に1人(11.7%)がモバイル機器のみを使ってインターネットにアクセスし、その割合は今後も増加し続けると予想されている。モバイル広告費の増加は米国だけの現象ではなく、同様の動きは世界中で見られる。

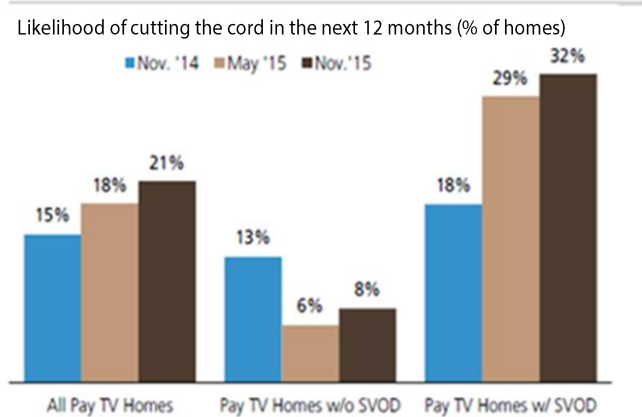
図2: 米国消費者の利用時間と広告費の比較、2014年



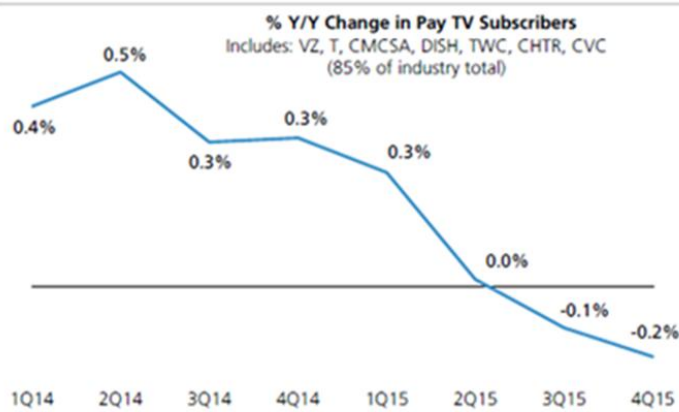
出所: Kleiner Perkins Caufield Byers, 「2015年のインターネット動向」。広告費はIABの2014年1年間のデータから算出。印刷メディアには新聞と雑誌を含む。「2.78兆円(250億米ドル)以上の増加の可能性」は、モバイル広告のシェアがその利用時間のシェアと等しくなったと仮定して算出。利用時間シェアは4月14日付e マーケターに基づく(屋外広告および案内広告への広告費を除外するために修正)。矢印は対前年比のシェアの増減を示す。

特に米国において、「コード・カッティング」に関する活発な議論が行われてきた。コード・カッティングとは、消費者がケーブルテレビの月極視聴契約を減らす、あるいは解約することを指す。この議論は主に、インターネットやタブレット端末あるいはスマートフォン経由で視聴できるデジタル・コンテンツとビデオ・ストリーミング(リアルタイム再生)の急速な拡大と、消費者が複数の機器を使ってコンテンツを視聴する傾向が強まったことにより引き起こされている。しかしながら、今のところコード・カッティングは、現実というよりはほぼ消費者の意向の段階に留まっている。図3が示すとおり、比較的高い割合の家庭が「コードをカットする」と言っているにもかかわらず、実際にそうしたのはわずかに過ぎない。米国のケーブルテレビとペイテレビの月極視聴契約者数は減少しているが、それは2015年のほとんどの期間で四半期当たり0.1%程度の緩やかなペースであった。解約したいとは言うが、多くの家庭が実際にそうしているわけではない。

図 3: 消費者の硬直性はかなり高い — 実際のコード・カッティングは消費者の意向と比べてかなり緩やか



Source: UBS Evidence Lab



Source: Company reports, UBS

出所: UBS Evidence Lab, Company reports, UBS

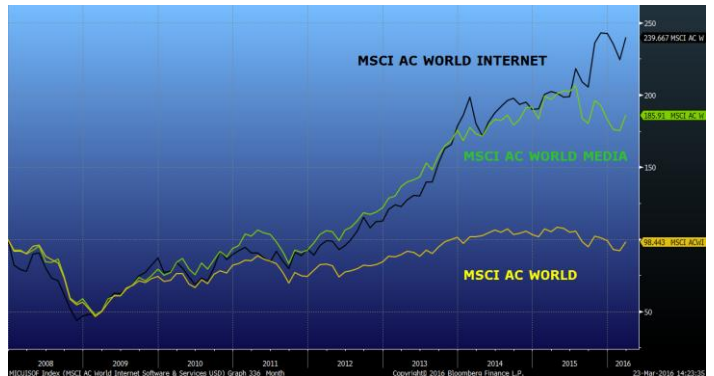
これはテレビに対する広告費支出に影響を与える。もし意向が現実になり始めるのであれば、テレビ広告費の予算は消費者とともに移動し、デジタル広告への移行が拡大することが予想される。

株式市場: 新しいメディアが伝統的メディアをアウトパフォームし始めている

株価のパフォーマンスで見ると、インターネット・セクターと伝統的メディア産業は 2009 年以降かなり似通ったパフォーマンスを示している (図 4 を参照)。しかし、2015 年の終わりにパフォーマンスが乖離し始めた。モバイル広告はすでに勢いを増していたが、2015 年の間にそれは加速し、より広く認識され始めた。投資家は、いくつかの伝統的メディアについて市場シェアの影響を若干懸念し始めたように思われる。

当社はこの市場の懸念が正しいと考えている。広告主は、常に視聴者が多くいて、彼らが進んで商品との関わりと一体感を持ってくれるところに引き寄せられる。特にスマートフォンを使ってインターネットにアクセスすることにより、消費者がモバイル機器を利用する時間はますます多くなっている。今のところ、これは広告費の増加に十分に表れてはいないが、明らかにモバイル広告費の増加につながる動きである。

図 4: インターネットと伝統的メディア関連株は 2015 年まで同じような動きを見せてきた



出所: ブルームバーグ、2016 年 3 月 23 日現在

最大のソーシャル・メディア・プラットフォームのモバイル利用者数を見ると、2015 年 12 月には、1 日平均で 9 億 3,400 万人がフェイスブックを利用した。これは対前年比 25% の増加である。月間のモバイル利用者は 14 億 4,000 万人で、対前年比 21% 増加している³。モバイル広告からの収入は、2015 年第 4 四半期におけるフェイスブックの全広告収入の約 80% を占めて、2014 年第 4 四半期の 69% から増加した。インスタグラムもまた引き続きモバイルに強く、2016 年には米国の携帯電話利用者の 34.1% が、少なくとも毎月 1 回はインスタグラムにログインすると予想されており、同社のモバイル広告収入を押し上げている⁴。さらに、アジアの主要なメッセージング・サービスである WeChat と LINE にも非常に多くの利用者がおり、多額の収入をもたらしている。

インターネット・セクターは伝統的メディア株をアウトパフォームし始めているが、これからさらに大きな成長が見込めると当社は考えている。市場のトップを走るモバイル関連フランチャイズ企業のバリュエーションが現在かなり高いことからわかるとおり、このことは投資家の間でも明確に理解され始めている。

結論: モバイル広告の可能性が完全に発揮されるのはこれからである

当社のグローバル株式チームの仕事は銘柄選択であって、より広範囲の経済動向を調べるものではないが、各セクターの全体の背景を理解することは重要である。それは、事業を拡大させ、それによって企業自身の価値を高められるような、未来の高品質企業 (高品質のフランチャイズ、財務諸表、経営者そして将来のバリュエーション) を見つけ出すためである。

当社は、モバイル広告には非常に大きく成長する可能性があると考えている。中でも、世界的なフランチャイズ企業が最も大きな成長の可能性を持っているであろう。これは、モバイル広告では、より強力なフランチャイズとしての地位を持つものが有利となる傾向があるためである。広告主がその予算の支払先を彼らの顧客がより多くの時間を費やす場所へ移し始めているため、バリュエーションはすでにかかなり高くなってはいるものの、これらの企業の収入はさらに拡大すると考えられる。

1 「2016 年の広告業界における主要動向」、ユーロモニター・インターナショナル、2016 年 1 月 3 日
 2 e マーケター、「米国のインターネットユーザーはデジタルサービス利用時にはモバイル機器に依存」、2016 年 3 月 2 日
 3 フェイスブック、2015 年第 4 四半期決算報告
 4 e マーケター、「インスタグラムは 2 桁成長を続ける」、2016 年 2 月 22 日

お問い合わせ

日興アセットマネジメント株式会社
〒107-6242
東京都港区赤坂 9-7-1 ミッドタウン・タワー
Phone: +81(0)3- 6447-6000

免責条項

当資料は日興アセットマネジメント アメリカズ・インクが市場環境等についてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに日興アセットマネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、当社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について当社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。尚、資料中の見解には当社のものでなく著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメント アメリカズ・インクは当社のグループ会社です。