

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年2月23日

注目すべき5つのトピック

本稿では第一に、非常に重要でありながらマクロ経済やメディアのレポートでほとんど取り上げられることのない資産クラスである欧州不動産を分析する。おそらく世界で最も大きいこの資産クラスの動きは、ユーロ圏の景気回復の見込みや、ユーロ圏が継続的なデフレに陥ってしまうかどうかを占う鍵となる。これはさらに世界全体の経済や投資を大きく左右するため、アセットアロケーションを決定する立場にある者はしっかりと理解することが肝要である。

第二に、当社ロンドン・オフィスで新興市場をカバーしているアナリストのリーダーが、都市化の見通しと、都市化がいかに今後も世界経済の成長を牽引していくかに焦点を当てる。

第三に、オーストラリアのセクターアナリストが世界でも最も重要なコモディティの1つである鉄鉱石について分析する。この鋼鉄の原料は、世界経済の成長率に密接にリンクしており、中でも中国が考慮すべき最大要因ではあるが、向こう何年かは供給面が最も支配的な要素となりそうである。

第四に、シンガポールの当社マルチ・アセット・グループのタマジュが、欧州の量的緩和政策が欧州企業の収益面に及ぼす作用が米国と同様になるかどうかを考える。最近、欧州株式に対する世界の投資家の関心が高まっていることと、資産効果が欧州経済の成長に及ぼす影響力を鑑みると、その結論は非常に重要である。

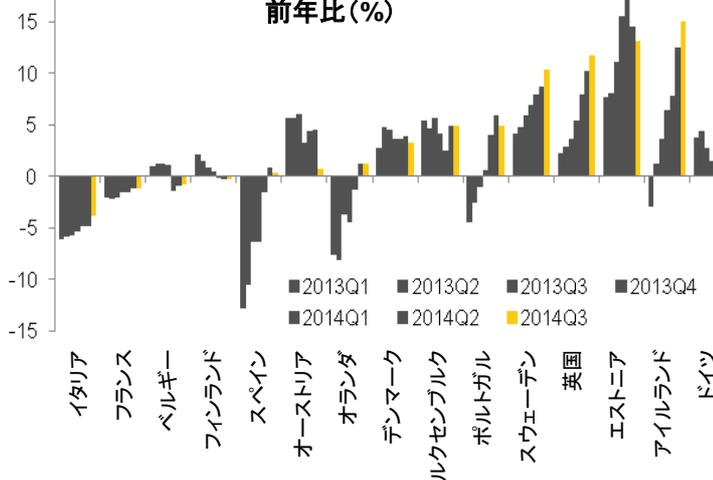
最後に日本の経済統計について当社の見解を述べる。

ギリシャ3年国債利回り(%)



出所: ブルームバーク

EU 統計局住宅価格指数変動率
前年比(%)



出所: EU 統計局

マーケットウォッチ

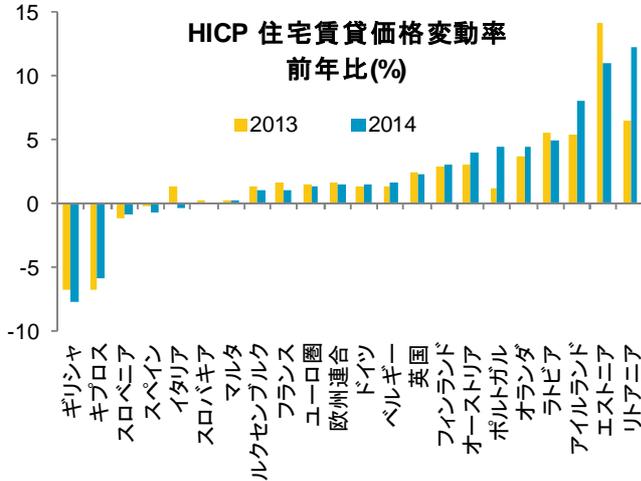
先月、ギリシャの選挙で有権者は鋭く対立する道を選び、危機再来の可能性が高まった。ギリシャ国民は、国がユーロ圏を離脱すれば誰かが資金調達に応じてくれると思っているのだろう。あるいは、ギリシャ企業が疲弊した銀行から融資を受け、混乱した経済の中で事業拡大を望めるとすら思っているのかもしれない。たとえ労働者のストライキ(旅行者が船に乗ったり空港に着陸したりするのを妨げた2012年のケースなど)や市民の暴動が頻発しても、北欧からの旅行者は途絶えないとでも考えているのかもしれない。債権者を侮辱する行為や離脱の議論を炎上させてユーロ圏の一体感を揺さぶるといふ行為によって、ギリシャへの何らかの支援を引き出すことができるとも思っているのかもしれない。いやあるいは、今月末までには分別を取り戻すかもしれない。多分そうはならないだろうが。今では、ユーロ圏は波及リスクを抑えたままギリシャの離脱に対処することができ、それは多くの投資家に歓迎さえされるかもしれないが、一方で各国市場をかなり混乱させることになるだろう。

欧州不動産：世界的なデフレを示唆するのか？

リサ・ウォン、グローバル通貨および債券アナリスト
 ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト
 2015年2月24日

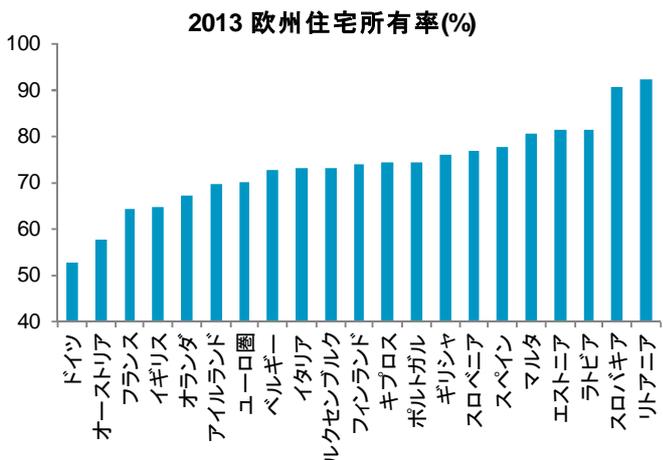
おそらく世界最大の資産クラスで、したがって世界経済が本当にデフレサイクルに陥っているのかを見極める重要な要素でありながら、欧州の不動産は(英国は例外として)マクロ経済リサーチでも世界の報道でもほとんど見過ごされてきた。実際、欧州の新聞報道はデフレの見出しで一杯であり、世界の多くの投資家は不動産価格も欧州全域で下落し、欧州経済や欧州中央銀行(ECB)の政策にも明らかな影響を及ぼしていると考えていることだろうが、果たしてその通りなのだろうか。本レポートの結論は多くの読者にとって驚くべきものであろうし、その世界経済や投資の見通しにも大きな影響を与えるだろう。

まずいくつか詳細に触れるが、世界の多くの消費者物価指数と同様に、ECBのEU基準消費者物価指数(HICP)には住宅価格が含まれず、その代わり賃借料や住宅維持費が含まれている。HICPについては、その正確性に関してこれまでも批判があったのだが、ECBのインフレ目標の設定で中心的な位置を占めており、賃借料が欧州全域で長年にわたって上昇を続けていることを示している。アイルランドやエストニアなど(下図参照)、欧州内で賃借料が最も上昇した国では住宅価格も大幅に上昇している。近年賃借料が下落したのは最も困窮した国、特にギリシャ、キプロスなどに限られる。



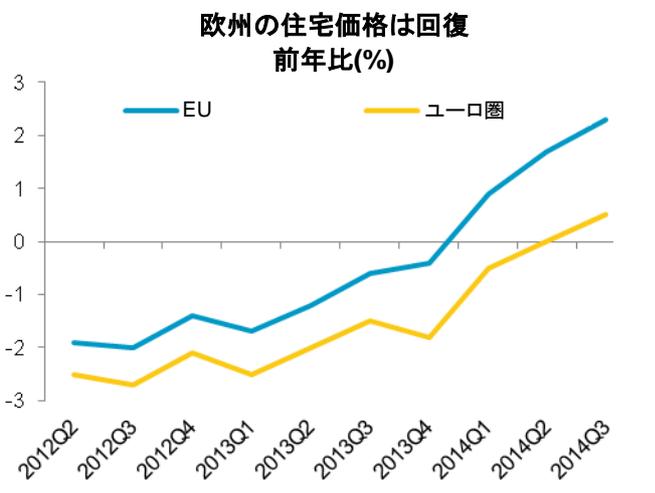
出所: ECB

住宅価格は別に扱われ、EU統計局の住宅価格指数(HPI)の対象となっている。しかし、このセクターの規模や経済全体と銀行システムの安定に及ぼす影響度から、住宅価格はECBの金融政策や国レベルの規制において重要な要素となっている。欧州で賃借料と住宅価格が共に重要なのは、両者の明らかな関連性のためだけでなく、欧州の不動産市場内で住宅所有状況にばらつきがあるためでもある。例えば、スペインやバルト諸国と比べ、ドイツやオーストリアなどでは比較的住宅所有率が低く賃借が多い。



出所: EU 統計局

2015年については、欧州の住宅価格に関する好材料が豊富にある。すなわち、非常に積極的で緩和的な金融政策、良好な住宅需給動向、世界的な安全資産としての地位、そして不動産投資の復調である。事実、2014年には不動産投資の力強い回復が(商業不動産と居住用不動産の両方で)見られた。世界的な不動産会社であるサヴィルズによると、長期的な平均値からおおよそ30%、2007年の水準からは80%近くも値上がりしており、同社ではこの傾向が向こう数年続くと考えている。

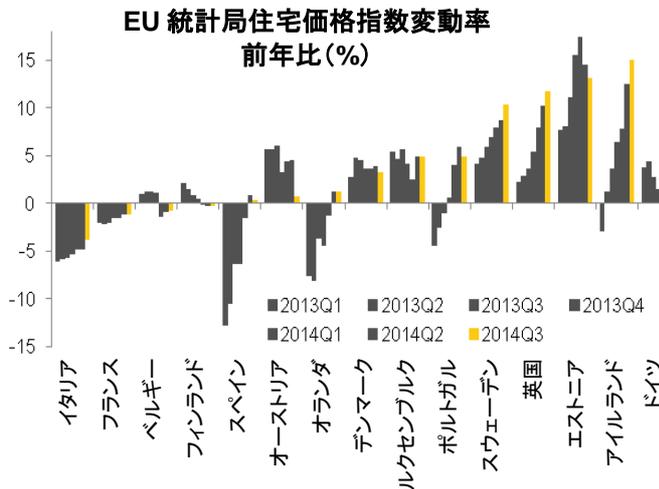


出所: EU 統計局

欧州不動産：世界的なデフレを示唆するのか？

欧州全体で金利が過去最低水準になる中、不動産から得られる利回りはますます魅力的になっている。2014年、EUではこれまでの下落から一転して広範囲に住宅価格が上昇し、同年第3四半期には前年比2.3%上昇した。ECBが新規に量的緩和(QE)政策に乗り出す中、金利は相当期間低いままで見られ、この不動産市場に対する重要な下支え要因は当面続くだろう。

各国に目を向けると、EU統計局のHPIは多くの主要国の住宅市場が堅調な動きを見せていることを示しており、2014年においてはエストニア、アイルランド、英国でそれが顕著である。イタリアとフランスはまだ下落を続けているが傾向としては大きく改善しており、スペインも欧州内で特に供給過剰でありながら以前の大規模な下落傾向から変わって安定を見せている。オランダ、デンマーク、ポルトガルはしっかりと上昇しており、ドイツは残念ながら2014年第2、第3四半期のデータが未発表だが傾向としては上昇方向のはずである。驚くことではないだろうが、ギリシャのデータは発表されていない。



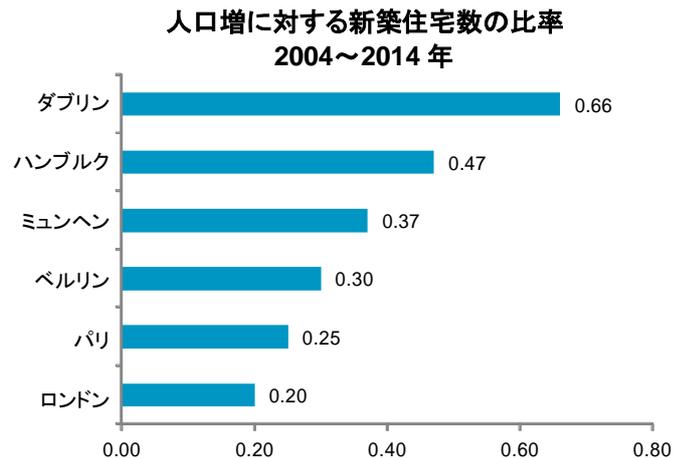
出所: EU 統計局

欧州資本市場での低金利と流動性の増加のほかに、基本的な人口動態も、引き続き多くの主要都市での資本ストックの伸びを下支えする。過去10年間、いくつかの都市圏で住宅供給が人口増に追いつけなかった。この点ではロンドンが顕著であり、以前から言われている長期にわたる供給不足の流れは過去10年間も変わらず、人口増5人に対する新築住宅供給はわずか1件であった。

CBREの推計では、歴史的に見て英国は需要を満たすために年間約20万戸の新築住宅を供給しなければならないのだが、年間供給はわずかに12万5,000戸程度であった。この問題はロンドンで目立っており、その他人口密度の高いパリなどでも見られ、パリでも住宅供給は人口増に追いついていない。

ロンドン市長事務所の調査では、供給不足の問題は非常に深刻で30年以上にわたって続いており、現存の需要を満たすだけでも向こう20年間に年間4万2,000戸の住宅を新築する必要があるという。英国統計局によると、住宅ローン貸し出し基準を厳格化するなどの規制上の変化があっても、ロンドンは2014年11月時点で前年比15%増(英国全体では10%増)となっている。これは、英国内の他地域をすべて上回っており、大規模な繰り延べ需要がその原因である。

パリやドイツの大都市でも住宅不足は見られるが、ドイツのマクロ経済見通しがフランスよりも堅調なことから、ミュンヘンのような都市が住宅価格や賃貸料の利回り面で世界の不動産業者からの下支えを受けると思われる。2012年のEUの調査では、回答者の75%以上が价格的に手の届く良質な物件を探すのが難しいと答えており、中でもミュンヘン、ハンブルク、パリでその率が高かった。ドイツの大都市で適切な住宅を見つけるのが難しいという回答率が高く、EUはこれを同国の都市圏での不動産価格の上昇率の高さが原因だとしている。ほかに、不動産業者はベルリン、ハンブルク、ミュンヘンで大幅な住宅不足が存在すると見ている。



出所: CBRE グループ

ロンドンと英国が元のベースが高いにもかかわらず、世界的に見ても2014年の住宅価格の上昇が目立っている。CBREグループは世界の都市を調査し、ロンドンを1平方フィート当たりの一等住宅価格で見ても最も高価な都市としている。それでもロンドンの見通しは堅調で、向こう10年の間に人口が1,000万人を超す英国初の「メガシティ」となると考えられている。すでに住宅供給不足が問題となっているロンドンで、住宅への需要は向こう何年にもわたって高水準が続く。

欧州不動産：世界的なデフレを示唆するのか？

2014年1平方フィート当たり一等住宅価格 (単位:ポンド)	
ロンドン	2,000
香港	1,950
ニューヨーク	1,800
シドニー	1,200
パリ	1,100
シンガポール	950
ロサンゼルス	890
東京	815
ムンバイ	725
北京	633
ミラノ	590
ローマ	590
ミュンヘン	541
ドバイ	405
ダブリン	357
ヨハネスブルク	334
アムステルダム	331
ホーチミン市	317
ベルリン	263
バンコク	225
ケープタウン	204
クアラルンプール	186

出所:CBRE グループ

欧州で景気回復基調を見せる国が増えていくにつれ、2015年にはアイルランド、スペイン、ポルトガルなど、その他の国でも住宅価格が長年にわたった構造改革を経て上昇を見せると思われ、見通しの改善や魅力的な価格で買い手や投資家の気をそそらさう。アイルランドではすでにかなり価格が回復しており(EU統計局によれば2014年第3四半期に前年比15%の上昇)、ポルトガルも同様だが(2014年第4四半期に前年比4.9%の上昇)、スペインはまだ長年の住宅価格下落から抜け出しきれないでいる(同時期で前年比0.3%の上昇)。

バルセロナとマドリードが主に一等地の住宅・商業物件への投資という面で外国人投資家が興味を持つ都市として浮上しているが、価格の上昇に至るにはまだしばらくかかると思われる。重要な点だが、世界的な不動産コンサルタントのナイト・フランクは2015年にはダブリンとミュンヘンで一等地の住宅価格が高い伸びを見せ、パリとマドリードで穏やかな伸びを見せると予想している。一方、ロンドンについては高い伸びを見せた後に価格は安定すると見られており、ローマについてはイタリア経済の不調からそれほどの上昇は見せないと予測されている。

リスクとしては主にギリシャとスペインでの主要選挙が残るものの、欧州の不動産価格や賃貸料の背景は依然として良好である。特に量的緩和政策は欧州不動産市場に一層の、そして顕著な底上げ効果をもたらささう。事実、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドは2015年に不動産取引量が量的緩和なしでも5%から10%増加すると予測しており、量的緩和策により伸びは20%強という大幅なものになると見込んでいる。原油価格の下落などその他の要因も消費者の購買力を高めると見られ、住宅価格をさらに上昇させる可能性がある。

重要なのは、住宅価格の上昇は「資産効果」を生むということである。欧州における資産デフレは日本の不動産市場が極端な高値から20年にわたってほとんど途切れなく下落を見せたのとは全く違い、地域的に限定されて規模も小さいものである。したがって、この資産効果は日本で20年続いているデフレ的悲観論に比べればはるかにプラスの個人消費パターンを生み出すはずである。一方で、賃借料の上昇はインフレ心理を高め、ユーロ圏でデフレ圧力が高まっているという見方とは一致しない。総じて見れば、欧州が不動産ブームを迎えると考えるのは適当でないが、過度に悲観的になるべきでもない。欧州についてのこういった事実は明らかに世界規模の影響を及ぼす。もし欧州がエネルギー価格を除いてデフレに陥ることがなければ、そしてその経済見通しが(資産効果、原油価格の下落、低金利に支えられた)穏やかな成長とデイスインフレーションと言えるなら、世界経済は多くの投資家が予想するよりも堅調になるはずである。

結論

欧州が世界経済をデフレに引きずり込んでいるわけではないという指標として、2014年を通して、世界でも最大水準の資産クラスがほとんど見過ごされてきた。事実、欧州不動産市場は今や概ね上昇方向にあり、2015年についても見通しはプラスである。もちろん、目先、特に政治分野でのリスクはあるが、この事実の影響、つまり、欧州は世界をデフレに引きずり込んでいるのではなく、むしろデイスインフレーションを伴った穏やかな成長路線に戻しているのだという認識は非常に強力である。これは、何らかの外的ショックが無い限り、世界の主要中央銀行の悲観論を減退させるだろうし、債券市場の強気相場を抑制するかもしれない。世界のリスク資産はこういった展開からプラスにもマイナスにも影響を受けるだろうが、中期的な傾向はプラスの方が強いはずである。

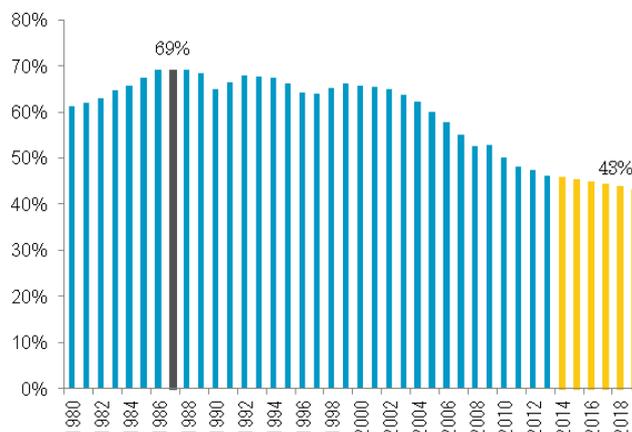
世界的な進化の次なる局面に備える:人口増加と都市化

リサ・ウォン、グローバル通貨および債券アナリスト
 サイモン・ダウン、シニア債券マネジャー
 2015年2月6日

都市はこれまで、世界の変化や、過去から現在に至る経済成長の原動力となっており、人口が多く、所得が急速に伸びている新興国では巨大都市が台頭している。

世界的な傾向から見て、世界の人口増加に伴い、今後も急速な都市化が続く可能性が高い。世界はこの力強い動きの中で変化しつつあり、経済的重心はますます南方向および東方向に移行している。都市化という人口動態は世界の大きな長期テーマであり、新興国都市の人口と富が一段と集中・加速する中で、国際的資本フローは変化していくと当社は考えている。

世界の国内総生産(GDP)に占めるG7の比率

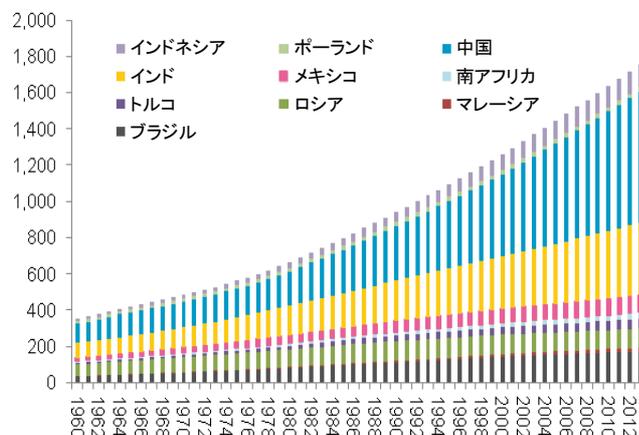


出所: IMF

世界は変化しており、世界の成長に占めるG7のシェアは1987年のピーク以降低下し続けている。しかし、G7諸国の投資家による世界の他の地域へのエクスポージャーは低水準にとどまっており、こうした投資家が持つ世界に対する見方は過去から抜け出せていないようである。また、世界のあらゆる所得水準の国で都市化が急速に進展しており、低所得国でさえ、都市部の居住人口比率が20%上昇している。

世界銀行のデータは、国が豊かになるほど都市化が拡大することを示唆しており、高所得の経済協力開発機構(OECD)加盟国の人口の80%超は都市に居住している。しかし、世界の巨大都市は今や圧倒的に新興国にあり、先進国の都市で世界銀行の2014年の10大都市にランク付けされているのは東京とニューヨークだけである。ブルームバーグは、世界で最も急速に成長する人口1,000万人超の都市の大部分は新興国、主としてアジアに位置することになると予想している。

都市部の居住人口 主要新興国(百万人)



出所: 世界銀行

都市化はなぜ重要なのか?

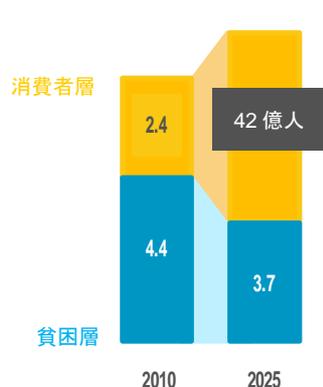
都市化は消費需要を集中させ、革新的な企業環境を生み出す。これらは国内および国際投資にとって魅力的である。世界的な人口増加に伴い、これまで以上に多くの人々が都市に移住する。また、人々は一層豊かになっており、特に都市部では可処分所得と需要が拡大している。

国際通貨基金(IMF)は、2019年には世界の40億人超の人々が1人当たり国内総生産(GDP)6,000米ドル(購買力平価ベース)の国に居住すると予想している。過去の研究によると、この1人当たりGDPは、消費が耐久財、割高な食品(生鮮食品、肉)などの高額品にシフトし、消費者のライフスタイルが「中流化」し、高品質のサービスを求めるようになる水準である。

新興国が豊かになり、世界的に中間層が拡大し続けている状況では、世界の消費者層も急拡大すると見込まれる。マッキンゼーは、新興国の年間消費が2010~25年で150%拡大して30兆米ドルに達し、先進国にほぼ匹敵するようになると予想している。新興国の中間層の消費者はすでに世界的に入手可能な財貨に影響を及ぼしており、例えば、高級品・ブランド品メーカーは、よりアジアの人々にアピールする製品やサービスを提供するようになっている。

世界的な進化の次なる局面に備える: 人口増加と都市化

世界の人口(十億人)



世界の消費(兆米ドル)

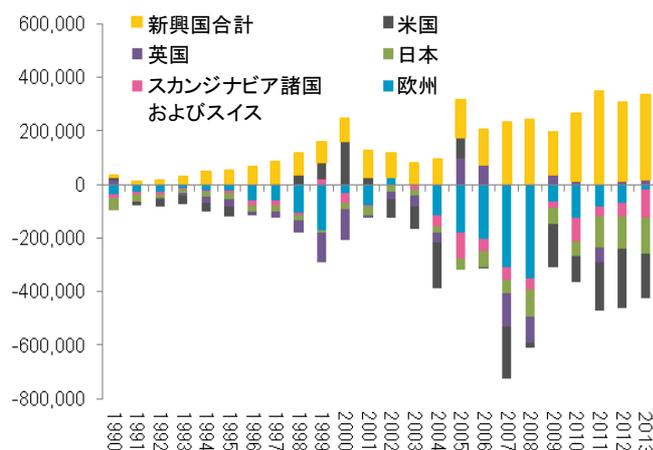


出所: マッキンゼー

国際的な企業が新興国の消費者を獲得する機会を活用し、市場シェアの拡大やコスト節減を目的に生産を新興国に移転する中、クロスボーダー投資が急拡大しており、海外直接投資(FDI)が先進国から新興国に向かう世界的に重要なフローが発生している。

OECD データによると、FDI 資金は主に米国、日本、スカンジナビア諸国、スイスから流出している。欧州危機前にはユーロ圏からも大量の FDI 資金が流出したが、危機以降は緩やかになっている。ここ数年で FDI 資金の流入の恩恵を特に受けたのは、中国とブラジルだった。

海外直接投資(FDI)フロー (百万米ドル)

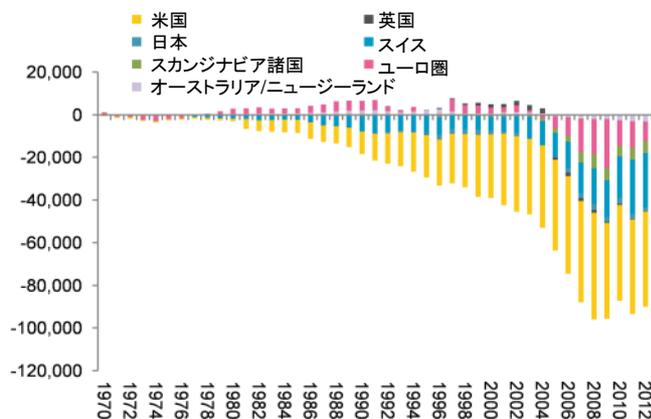


出所: OECD

グローバル化は、貿易や資本フローのみならず国際的な労働市場にも影響を及ぼしている。米国への移民は 1960~2000 年で 1,000 万人から 3,500 万人に拡大したが、先進国からの移民の比率は約 60%から 15%に低下した。

新興国からの移民の動きに伴い、海外送金が世界の重要な資金フローとなっている。先進国からの送金額は、かつての極めて低い水準から現在では年間約 1,000 億米ドルに拡大している。こうした海外送金フローは安定的に推移する傾向にあり、世界銀行によれば、海外送金は移民受入国の経済規模と相関する。例えば 2013 年では、海外送金の流出が最大だったのは米国から主にメキシコ向けであり、海外送金の流入が最大だった国はインドだった。

海外送金(百万米ドル)



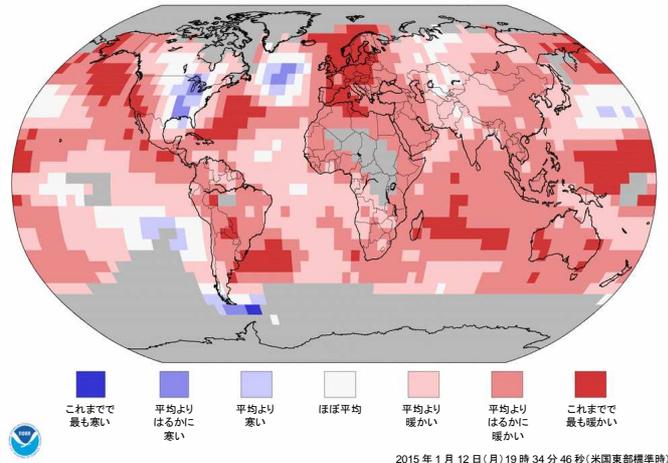
出所: 世界銀行

新興国の人口増加や都市化に伴い、多くの国が中核的な都市およびハード・インフラに大規模な投資を行っていることから、世界のコモディティ需要は高水準で推移すると予想される。一方、世界の人口が増加し、途上国を含む多くの国がすでに懸念すべき環境汚染レベルに直面している現状で、気候変動を軽減する持続可能な発展モメンタムがますます大きなテーマになっている。

世界的な進化の次なる局面に備える:人口増加と都市化

2014年には、世界最大の二酸化炭素排出国である中国と米国が市場の予想を超えて自主的な気候政策を打ち出し、気候変動に対処すべく積極的に協働する意志を明らかにした。実際、多くの新興国は今後数年でいわゆる「ブラウン」テクノロジー(大量の二酸化炭素排出)から「グリーン」(低二酸化炭素)テクノロジー主導の発展に「大躍進」することが期待されている。2015年は12月にパリで世界気候協定が発表される予定であり、世界の気候変動政策にとって画期的な年となるだろう。

陸地と海洋の気温の四分位数(2014年1~12月)
米海洋大気圏局(NOAA)全米機構データセンター
データの出所:GHCN-Mバージョン3.2.2、ERSSTバージョン3b



出所: NOAA¹

結論

世界の進化の次なる局面は、新興国を中心として生じる世界的な人口増加と急速な都市化を原動力とし、「グリーンな」発展がますます重視されるであろう。したがって、最近の景気減速に反し、新興国への関心は高止まりすると当社は予想している。また、多くの新興国が慢性的なインフラ・ボトルネックに取り組み、膨張する人口や事業機会に対応していることから、コモディティ需要やクロスボーダー・フローは高水準で推移するだろう。中期的に見ると、世界のコモディティ価格はここ数年の供給増加が吸収されれば、再び上昇圧力を受けると見込まれる。

脚注

1.NOAA 全米気候データセンター、気候の現状:2014年世界分析年報、2014年12月にオンラインで公表、2015年1月30日に <http://www.ncdc.noaa.gov/sotc/global/>より抜粋

鉄鋼および鉄鉱石価格は下落継続か

ジェームズ・エジントン、リサーチ・アナリスト
2015年2月3日

2014年は鉄鉱石市場の重要な転換点となり、供給が需要を大幅に上回った。実際、昨年の鉄鉱石生産大手(BHP、リオ・テイント、フォーテスキュー・メタルズ、ヴァーレなど)の増産量は合計で1億2,000万トン/年を超えた模様である。一方、2014年には中国の経済成長、特に鉄鋼の国内消費が減速したものの、輸出が(中国の生産の約10%に相当する)90兆トンに急増したことから、鉄鋼生産は拡大した。

輸出を除くと、中国の鉄鋼需要は1%未満のペースで拡大した。これは固定資産投資の伸びがピークを打ったことを示唆している。現在あらゆる耳目は、中国の消費が拡大し、新興国経済の次なる成長期をもたらすかどうかにかまっている。

2015年の海運鉄鉱石市場は、供給サイドが再び大幅に拡大する見通しである。リオ・テイントとBHPは依然として、それぞれ3億6,000万トン/年、2億9,000万トン/年と、所定の生産目標を6,000万トン下回っており、明らかにこれを超えて増産する可能性がある。オーストラリアでは、ハンコック・プロスペクティング社のロイヒル鉱山が2015年9月期に商業生産を開始し、フォーテスキューは約1,000万~1,500万トン/年の供給拡大を見込んでいる。

供給の急拡大はオーストラリアのみならずブラジルの生産においても見られ、ヴァーレは今後3~4年でさらに1億5,000万トン/年の増産を狙っている。こうした増産はBHP、リオ・テイント、ヴァーレにとって、低コスト、高利益率をもたらす、BHPとリオ・テイントのキャッシュ・コストは、2015年末には本船渡し条件(FOB)ベースで35米ドル/トン未満に低下する可能性が高い。現在の鉄鉱石価格に基づくと、この場合のキャッシュ・マージンは30米ドル/トンを大きく超える見通しである。

投入コストの低減は、中小鉱山にとって短期的な追い風となる可能性がある。ディーゼル燃料コストの低下、コモディティ輸出国の通貨の下落、海上運賃の半減が中小鉱山に希望を与え、過剰供給問題に拍車がかかると見込まれる。例えば、比較的規模が大きなくつかの中小鉱山(合計生産量は3,000万トン/年)は、赤字が続いても、鉄鉱石価格の反発を期待して市場への供給を継続するだろう。

しかし、生産企業の限界的な生産コスト低下は不可避免的に費用曲線支持価格を引き下げ、その結果、価格は一層下落し、現金準備の費消が拡大する。オーストラリアの比較的規模の大きな生産企業の1つは、危ういことに現時点で債務が株式の市場価値を超えているため、債務返済圧力を受ける公算が大きい。

鉄鉱石価格に関する明るい材料としては、オーストラリアとブラジル以外の非伝統的生産企業の供給対応が挙げられる。特に、中国の輸送上の優位性(製鉄所への近接性)を持たない国内生産や、その他の地域(アフリカ、イラン、インドネシアなど)が生産を削減しており(2014年の削減規模:1億5,000万トン/年)、2015年以降も一層の引き締めが見込まれる。

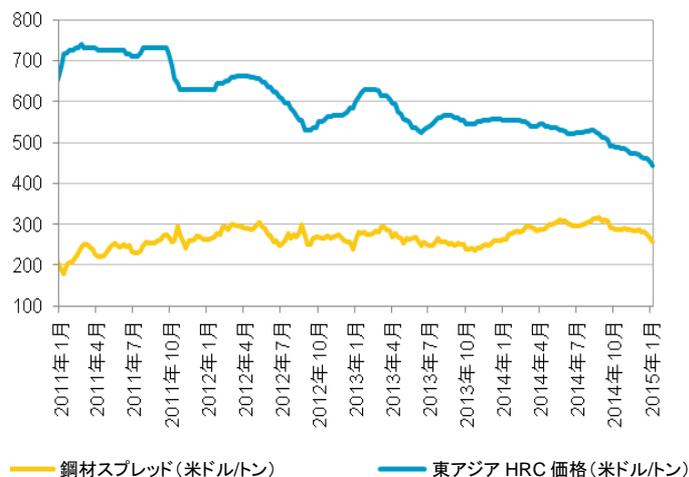
2015年の鉄鉱石価格の見通しに関して重要な点として、3月期の価格設定が悪天候を背景に最も堅調となることが予想される。西オーストラリアのポート・ヘッドランドは1月に何度か熱帯性低気圧に襲われ、そのうちの1つにより24時間未満の港湾閉鎖を余儀なくされた。興味深いことに(また、先行きを示唆する事象として)、港湾閉鎖により鉄鉱石価格は大幅には上昇しておらず、このことは中国の鉄鋼需要の軟調を示すサインと見ることが出来るだろう。一方、3月期末以降は海運市場に新たな低コストの供給が追加され、鉄鉱石価格は少なくとも9月期末まで弱含む公算が大きい。したがって、それまで鉄鉱石価格は1トン当たり50米ドル台前半となることも大いに考えられる。これは現在の価格から20%超の下落である。

鉄鋼の観点から見ると、2014年には鋼材スプレッド(販売価格から製鉄のための投入費用を控除した数値)が2013年の低水準から回復した。しかし、これは投入費用の低下が販売価格の下落より大きかったためである。中国での低調な鉄鋼消費は継続する公算が大きく、世界中での保護主義の拡大により、中国の鉄鋼業は輸出に捌け口を見出し難くなるだろう。インフラや不動産開発に的を絞った追加刺激策が打ち出されない限り、中国の鉄鋼セクターがアウトパフォームするのは困難であり、鋼材スプレッドは2013年の低水準に向けて急低下することも考えられる(次頁の図を参照)。

最近の中国のポロン鋼に関する輸出還付の引き下げにより、中国製の鉄鋼はアジアでの支援材料がさらに少なくなっており、鋼材スプレッド(米ドル建て)が大幅に拡大する余地は限定的である。実際、地域の製鉄企業のスプレッドに希望があるとすれば、それは米ドルに対する通貨安による可能性が高い。

鉄鋼および鉄鉱石価格は下落継続か

熱延広幅帯鋼(HRC)鋼材スプレッド(米ドルトン)



出所:ブルームバーグ、製鉄業ブリーフィング、ABS、J.P.モルガン

結論

鉄鋼業界とその基礎を成す鉄鉱石業界は、世界のエネルギー市場と同様に、過剰生産とデフレ圧力に見舞われている。今後数四半期には業界の合理化が予想され、いくつかの国では、重大なクレジット・イベントも見込まれる。状況は、改善に先立って悪化するものと思われる。

上振れリスクは、中国が改革に向けた情熱よりも経済的・金融的引き締めの政治的影響を恐れ、財政刺激(おそらくは固定資産投資)を積極的に拡大することである。これがない限り、鉄鋼および鉄鉱石市場は来年以降も極めて困難な状況が続く可能性が高い。

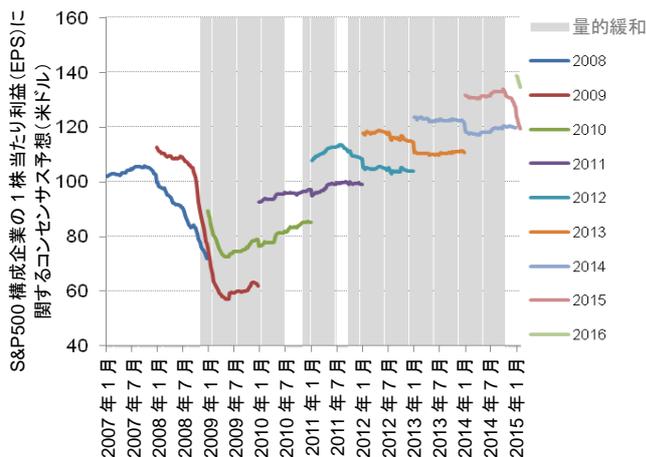
欧州の量的緩和は収益予想を実現するか？

タヌジュ デュート、ポートフォリオ・マネージャー
2015年2月24日

欧州中央銀行(ECB)が1月に、資産購入プログラムを拡大して国債も対象とすると発表したことを受け、欧州の経済成長と企業収益の回復期待が高まっている。本稿では、企業収益の伸びに関する期待が現実的なものであるか否かを検証し、米国の資産購入、すなわち量的緩和が企業収益に及ぼした影響と予想される欧州の見通しとを比較・対照する。

グラフ1に、米国の2007年以降の企業収益予想の変化を示す。折れ曲がったそれぞれの線は、S&P500 指数の構成企業の収益に関するコンセンサス予想の前年初め以降1年間の変化を表している。例えば、グラフの左側の濃い茶色の線は2009年の収益予想の2008年初め～2009年末の変化を示している。2008年初時点での2009年の企業収益に関するコンセンサス予想は1株当たり112ドルだった。収益予想は世界金融危機を受けて2009年末までに61ドルに半減し、これは2009年の実際の収益に近かった。背景に色を付けた部分は米連邦準備制度理事会(FRB)が量的緩和(ツイスト・オペを含む)を実施した期間を示す。

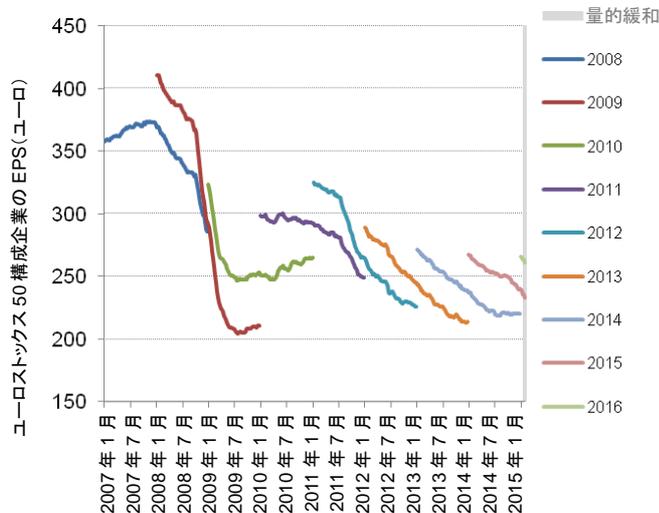
グラフ1:米国の量的緩和と企業収益(S&P 500 構成企業)



出所:ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

量的緩和の各実施期間中の米国の収益予想の急速な改善と実際の収益は、予想される欧州の企業収益の回復の先例と見なされている。グラフ2は予想されている欧州の予想収益の回復を示したものであり、これは過去数年続いた収益の下振れと著しい対照を成している。コンセンサス予想によると、2007年以降1年当たり7%減少してきた収益は、2015年には10%、2016年には20%増加する。

グラフ2:欧州の量的緩和と予想収益(ユーロストックス50 構成企業)



出所:ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

インフレ期待

欧州の量的緩和の発表は待望されていたもので、そのほとんどは予想通りだった。しかし、ECBのマリオ・ドラギ総裁は資産購入計画の規模、範囲、ペースの点で市場の期待を超えることに成功した。

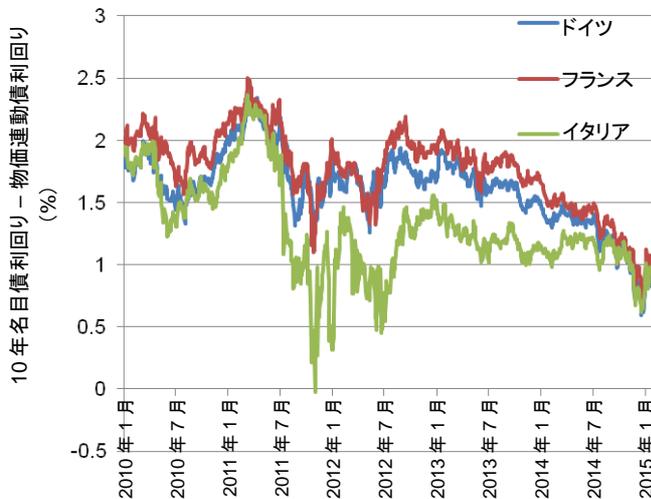
ECBが資産購入プログラムをインフレ率次第のものとして特定の期限を定めなかったことは、欧州を2008年の世界金融危機が始まってから経済成長を抑制している不快なディスインフレから脱出させるという意思の現れである。

しかし、世界経済の減速、世界貿易の持続的低迷、コモディティ価格の下落という強いディスインフレ効果を持つ逆風に対抗してインフレ率とインフレ期待を引き上げることは困難である。逆風はそれだけでなく、米ドル高、米国の量的緩和の終了、今年中のフェデラル・ファンド(FF)金利引き上げの可能性を背景とした世界的な金融の事実上の引き締めもある。

実際、グラフ3に示すように、市場が織り込んでいる欧州のインフレ期待はECBの発表に先立ちやや上昇したが、発表以降ほとんど変化していない。

欧州の量的緩和は収益予想を実現するか？

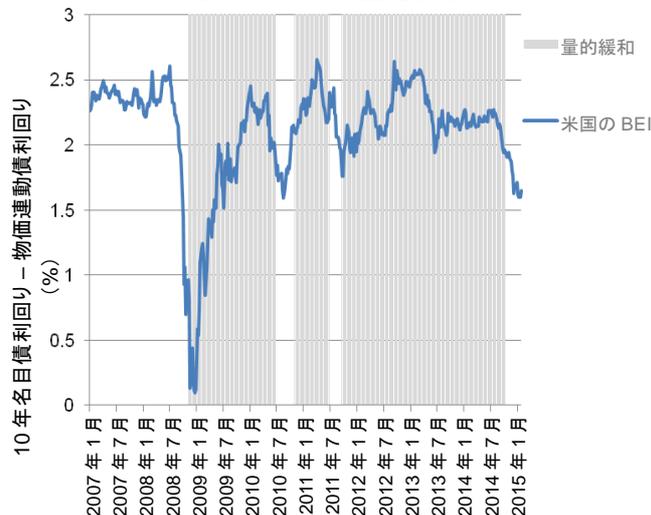
グラフ 3: 欧州のインフレ期待 – 10年ブレイクイーブン・インフレ率(BEI)



出所: ブルームバーグ

一方、米国では、FRB が各回の量的緩和を発表するごとに、インフレ期待が急上昇した。これは市場が織り込んでいるインフレ率を 10 年ブレイクイーブン・インフレ率(BEI)で示したグラフ 4 を見れば分かる。背景に色を付けた部分は量的緩和(ツイスト・オペを含む)の実施期間を表している。

グラフ 4: 米国のインフレ期待と量的緩和



出所: ブルームバーグ

量的緩和の発表を受け、欧州のインフレ期待がこれまで抑制的な反応を示していることは、米国の経験の観点から合理的に見える。米国の量的緩和は回を追うごとに、インフレ期待の引き上げ効果が小さくなった。

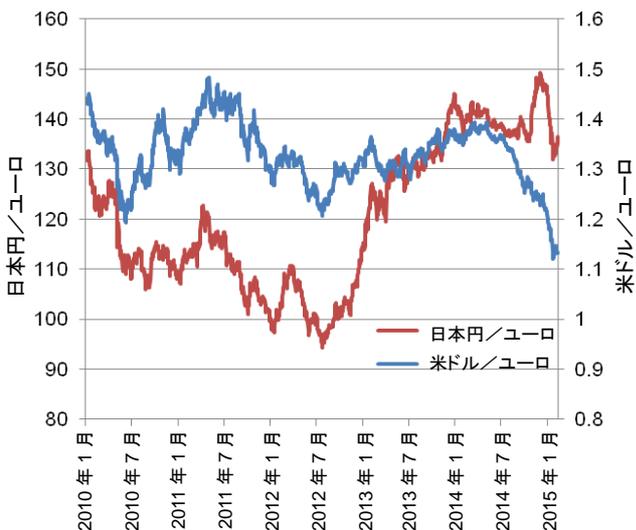
さらに、直近では、米国、日本、多くの新興国でインフレ期待が急低下している。投資家は金融政策の持つインフレ率引き上げ効果の限界(暖簾に腕押しと言ってもよい)を一段と認識するようになってきている公算が大きく、欧州の量的緩和がインフレ期待に及ぼす影響が米国の結果と極めて異なるものになり得る理由はここにある。

したがって、インフレ期待は量的緩和のターゲットの中で最も直接的なものだが、期待される消費、成長、企業収益の押し上げに関して、実は最も小さな効果しかもたらさないかもしれない。

輸出競争力

ECB がインフレ率の引き上げに成功するか否かはまだ分からないが、為替市場は欧州の量的緩和に大きく反応しており、ユーロは対米ドル、日本円でも、貿易加重ベースでも大幅に下落している。

グラフ 5: ユーロの為替レート



出所: ブルームバーグ

ユーロ安は欧州の輸出競争力を世界的に高め、ひいては輸出の伸びや企業収益にプラスの刺激を及ぼすだろう。次頁の表に、過去 15 年間のデータに基づいた欧州株式(全体およびセクター別)とユーロ/米ドルの過去の相関を示す。一般に、企業収益は通貨安ではなく通貨高と順相関している。これは共通通貨への信認が最も動揺した時期に欧州の収益が最も大幅に低下したことが一因である。一方、輸出志向が強い一般消費財セクター(ドイツの自動車産業が含まれる)についての通貨安の収益押し上げ効果は、明らかに顕著である。

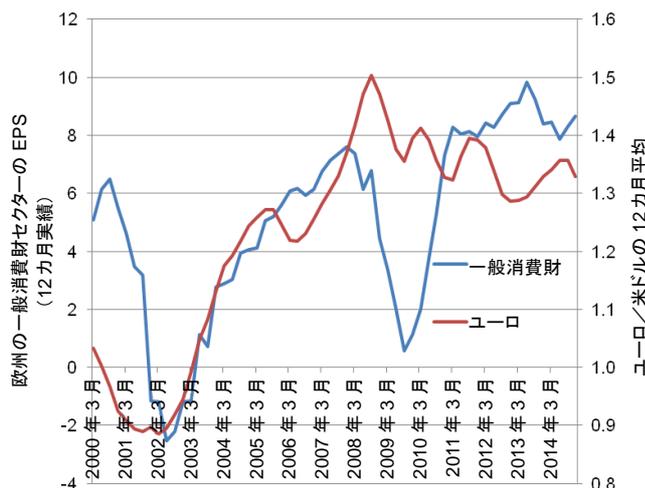
欧州の量的緩和は収益予想を実現するか？

図表 6: ユーロ/米ドルと欧州の企業収益

	ユーロ/米ドルとの相関	ユーロ/米ドルに対するベータ	指数に占める割合(%)
MSCI 欧州	47%	5.1	
一般消費財	-18%	-4.0	11.2
生活必需品	7%	0.1	14.0
エネルギー	19%	0.9	7.7
金融	26%	1.7	22.1
ヘルスケア	-15%	-0.3	13.6
一般産業	15%	1.2	11.1
IT	1%	1.3	3.5
素材	0%	0.0	7.7
通信	4%	6.7	5.2
公益事業	20%	1.0	3.9

出所: ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

グラフ 7: 欧州の一般消費財セクターの収益とユーロ/米ドル



出所: ブルームバーグ

通貨安が、すでに極めて大きな競争力を持っているドイツの自動車および一般産業セクターに恩恵をもたらすことはほとんど疑問の余地がない。しかし、一般消費財が株式市場全体の10%程度を占めるに過ぎないことを念頭に置く必要がある。国別の相関分析もドイツが通貨安の明らかな受益者であることを示しているが、国別で見てもドイツはMSCI 欧州指数の15%、ユーロ Stocks 50 指数の3分の1未満を占めるに過ぎない。

ユーロ圏諸国の競争力水準のスタート地点が異なっていることを踏まえると、輸出を大幅に拡大させるのに必要な通貨安の程度も国により異なるだろう。

研究によると¹、ドイツの輸出セクターが競争力を得る米ドル/ユーロの為替レートの水準は1.40で十分だが、フランスは1.2程度であり、イタリア、スペインは1.1程度ようだ。このため、これまでの通貨安はおそらくドイツへの大きな追い風をさらに強めており、それより小さいながらもフランスにも追い風となっている一方、スペインとイタリアが受ける利益は、ユーロが下落し続けない限り、一般に予想されているものほど大きくないと思われる。

これについては、ECBの積極的な金融緩和を踏まえると一層のユーロ安の可能性は排除されないものの、決して既定事実ではないことを指摘しておきたい。「隣人に恵みを乞う」通貨安政策を追求する国が世界的にますます増加して「通貨戦争」が拡大する可能性を考えれば、ユーロの下落はすでに大半が終わっているのかもしれない。

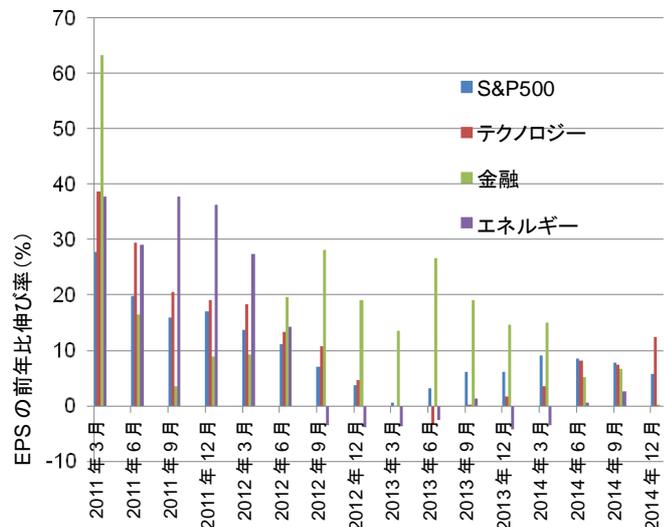
総合すると、ユーロの競争力の上昇により企業収益の拡大が実現する確率は上昇しているが、全体的な恩恵は限定されると考えられ、国別およびセクター別に勝ち組と負け組を選別することが重要となるだろう。

欧州の金融セクター

欧州の金融セクターは欧州株式の時価総額の約4分の1を占める。したがって、欧州企業全体の収益の大幅な拡大は、欧州の金融セクターの見通しの改善に大きく左右される。ECBは欧州の量的緩和プログラムの下で欧州の銀行から人為的な高価格で債券を購入し、ユーロ圏の銀行システムの資本を裏口から増強している。銀行のバランスシートが改善し、銀行が信用を拡大すれば、銀行セクターの収益の極めて大きな後押し要因となるだろう。そうなれば、危機後の収益の回復がまずは金融セクターに牽引され、その後、エネルギー、テクノロジーなど、その他のセクターに引き継がれた米国の経験と同様になるだろう。

¹ 量的緩和: 競争的通貨安、あるいは密かな銀行資本の増強、ゲイブカル・ドラゴノミクス、2015年1月27日

グラフ 8: 米国の収益の伸び(セクター別)



出所: ブルームバーグ

欧州の量的緩和は収益予想を実現するか？

さらに、欧州の場合、ユーロ圏の信用供給に果たす銀行の直接融資のより大きな役割を踏まえると、信用が实体经济をより自由に流れ始めれば、大きな二次的効果が及ぶだろう。ECBの最近の融資調査は融資環境の継続的な改善を裏付けており、これが経済活動、ひいては企業収益の拡大をもたらすと予測することは極めて理に適っているだろう。欧州では、売上高の拡大と共に利益率も上昇する余地がある。なぜなら、欧州の利益率は米国と異なり過去最高水準にはなく、労働市場の逼迫によって賃金上昇率が加速するリスクに晒されてもいない。

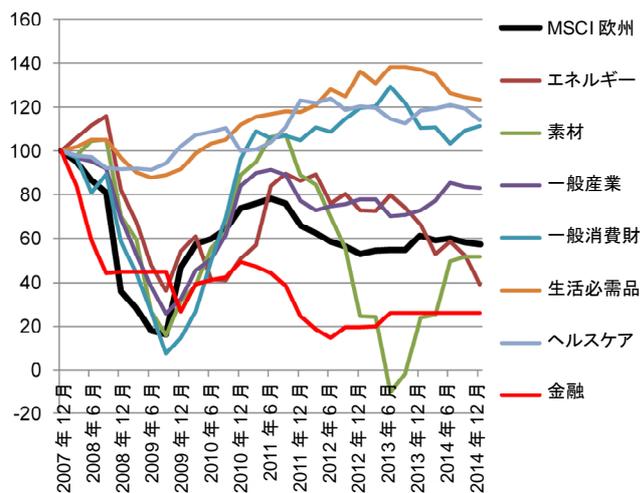
コモディティ・セクター

グラフ 1 に示したように、量的緩和の開始時の米国企業の収益の改善は真に目覚ましいものだった。上述した通り、この主な原動力は金融セクターの収益の改善だった。

一方、前頁のグラフ 8 は米国の収益改善に対するエネルギー・セクターの寄与が大きかったことも示している。しかし、これは米国の企業セクターがたまたま幸運に恵まれ、シェール・オイル生産の大ブームが量的緩和の導入とほぼ同時に始まったことによる。今回の欧州の量的緩和の実験で同じことが起きるわけではない。それどころか、まったく逆に欧州のいくつかの大手エネルギー・素材企業の 2015 年の収益見通しは、最近のコモディティ価格の大幅な下落を背景に急速に低下する公算が大きい。

このため、欧州の金融セクターが果たすべき役割は大きい、金融セクターの現在の収益は危機前の水準の 4 分の 1 未満であり、拡大余地があることは確かである(グラフ 9 を参照)。

グラフ 9: 欧州企業の 2007 年以降のセクター別収益 (2007 年 12 月を 100 として指数化)

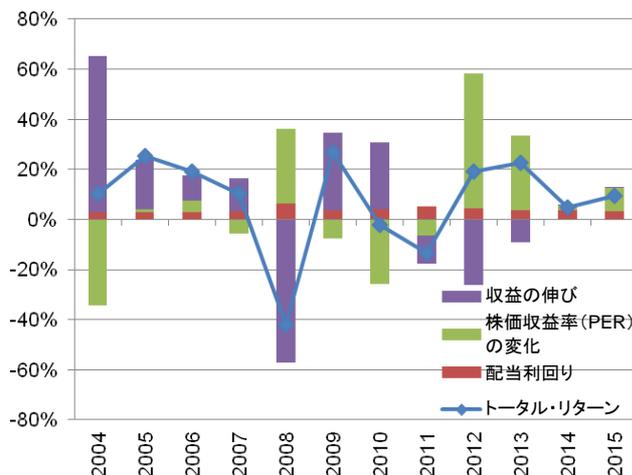


出所: ブルームバーグ

まとめ

以上をまとめると、過去数年の欧州株式のリターンを収益の伸びの寄与度、株価倍率の上昇の寄与度、配当収入の寄与度に分解して示した下のグラフ 10 が、欧州の量的緩和と収益予想に関する今回の検討を締めくくるのにふさわしいだろう。

グラフ 10: 欧州株式のパフォーマンスの分解 (収益の伸び、株価倍率の上昇の寄与度)



出所: ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

結論

欧州株式は 2012 年 7 月のドラギ総裁の「必要なあらゆる措置」を講じるという今ではよく知られている発言以降、大幅に上昇している。しかし、この上昇は完全に株価倍率の上昇に依拠しており、収益の伸びはこれまでのところ実現していない。このため、バリュエーションの上昇を正当化するために、将来の収益の伸びに関する予想が一層大きな圧力を受けており、国債による量的緩和がそうした収益の伸びのきっかけになるというコンセンサスが形成されている。上述したように、量的緩和が欧州の企業収益を押し上げると予想するに足るいくつかの信頼すべき理由があるが、その効果は米国ほど大きくはならないだろう。その一方で、膨れ上がっている期待が裏切られるリスクはなお高い。

日本経済に失望？(再び)抑えておくべきポイント

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト
2015年2月18日

日本の2014年第4四半期のGDP成長率は経済がリセッションを脱したことを示したものの、市場予想をはるかに下回る年率2.2%に過ぎなかった。しかしこれは、皆が救命ボートに急いで乗り込むべきだという意味ではない。

毎度のことであるが、11月にも述べたように、この種の統計については知っておくべき重要な点がある。

第一に、統計数字は往々にして大幅に修正されるため、直近の成長率がさらに上方修正されたとしても驚くべきことではなく、特に今回は変則的な要素がいくつか存在している。特に予想を下回ったのは個人消費だった。総務省による家計調査では前期比年率で6.8%の上昇が予想されていたが、結果はわずか1.3%の上昇であったため、上方修正を見込む根拠は大いにある。もう一つ変則的だったのは「不突合」(実質GDPとその構成項目の和との食い違い)がマイナス幅を大きく拡大したことであり、これはGDPがさらに低く抑えられている可能性を意味する。最後に、実質(インフレ調整後)在庫は前四半期に比べて減少率が低く、したがって第4四半期GDPにはプラス貢献しているが、それでも減少を続けているということは、日本が2009年が始まってからの20四半期のうち16期において実質在庫を減らしているということであり、これは非常に大きな累積のマイナス効果をもたらしているのだが、一方で経済はその間に5%拡大している。これはGDPが過小表示されている可能性を明らかに示していると、当社では見ている。

第二に、日本ではGDP統計と企業利益との相関関係が見られない。本レポートで長い間指摘してきたように、過去10年間GDP成長率が思わしくないにもかかわらず企業利益はかなり良好で、この傾向は2014年も明らかに続いており、利益率が1980年代のバブル期を上回っていることからそれは見て取れる。もちろん、円の下落が一役買ってはいるが、サービス・セクターの利益率も非常に堅調であった。

第三に、円の下落にもかかわらず輸出数量が伸びていないという悲観的なコメントが以前聞かれたが、第3四半期に増して強い伸びが見られたことで懸念がさらに解消されたことは良いことである。実際、第4四半期、日本の純輸出はGDPに大いにプラス貢献した。

見通しとしては、実質在庫がこれから先積み上げられていくと思われ、当社ではそれによってGDPがかなり押し上げられるだろうと見ている。個人消費や設備投資も回復するだろう。純輸出についてはこれ以上成長に貢献するとは見ておらず、むしろわずかにマイナスになるかもしれないが、総じてこの先平均して年率2%、特に今四半期についてはかなり堅調な成長を見込んでおり、2015年通年では前年比で1.6%程度の成長になると予想している。要するに、以前と同様、経済指標が思わしくなくても日本の資産に投資している層は心配する必要はあまりないと思う。実際これまでも投資家がひるんだ様子はなく、2014年第3四半期のGDPで日本が「テクニカルリセッション」に入ったと最初に言われてからTOPIXはかなり値を上げている。

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もありません。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。