

KAMIYAMA Reports vol. 82

欧州出張報告：政治リスクは残るが 経済の回復は確かさを増している

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ 英国：消費依存が続くがソフトでスムーズな Brexit に期待
- ・ ユーロ圏：経済は堅調に回復
- ・ 欧州の不動産と金利上昇

6月3日のロンドンで発生したテロ事件の犠牲者に、心より哀悼の意を表します。

英国：消費依存が続くがソフトでスムーズな Brexit に期待

5月29日～6月2日に欧州を訪れ、金融政策や不動産についてヒアリングする機会を得た。昨年11月に報告した時（Vol.64 <http://www.nikkoam.com/files/products/column/pdf/kamiyama-reports/2016/kamiyama1108.pdf>）に比べると、経済回復への信頼感は強まっていると感じた。中央銀行（BoE、イングランド銀行）当局者との対話内容を伝えることができないので、以下では筆者の総合的な感想を記しておくことにする。



BoE イングランド銀行の前にて

英国の成長率は、Brexit（EU、欧州連合からの離脱）決定後の不確実性があったにもかかわらず、まずまずだった（16年10-12月期は前年同期比1.9%増、17年1-3月期は同2.0%増）と言える。

ただし、消費が成長をけん引してきたが、このところ少し陰りが見え始めた。原油価格が堅調で、英ポンド安、物価高である一方、賃金はそれほど上昇していない。実質所得が低下して消費が弱くなっているのだろう。企業活動については、Brexit 決定後の設備投資は鈍いままで、不確実性の悪影響が出ているようだ。

金融政策の観点からみると、英国は Brexit を含む政治・政策の展開が不透明で、その進捗次第で政策を変更せざるを得ないだろう。例えば、脱退までの手続きがスムーズに進むかどうか（議論が紛糾するか、ある程度順調に進むか）、EU 離脱後の EU との関係がハードかソフトか（厳しく排除されるか、近隣国として特別待遇を受けるか）などが不透明なだけに、政策金利の引き上げを行なうことは難しい。仮に、英国が利上げをするとしても、緩やかになるだろう。

英国の不動産価格については、ロンドンを中心に勢いを失っているものの、下落基調が明確になったとはいえない。Brexit で、金融機関は欧州大陸に通貨ユーロの決済機能などがある程度持たなければならなくなる可能性はあるが、トレードなどの主要業務はロンドンに残るとの見方も根強くあるからだ。

英国の通貨ポンドはリスクをある程度織り込んだとみられるが、今後の政治の行方（総選挙の結果を受けてのメイ首相の指導力、EU との交渉など）によっては、さらにリスクが高まる可能性もある。しかし、ある程度先がみえる時期が来れば、「バリュー投資」の候補になるといえる。

ユーロ圏: 経済は堅調に回復

ユーロ圏の17年1-3月期の成長率は前期比年率2.3%増となり、16年10-12月期の同2.1%増から加速した。消費や設備投資、輸出が堅調で、総じて欧州の経済の回復は確かなものになりつつある。



ECB 欧州中央銀行の前にて

欧州中央銀行(ECB)の立場から見れば、国ごとの改革の進展度合いの違いが最大の問題といえる。例えば、イタリアは労働市場に硬直性があるため、年金改革などが重要な国だ。他方、欧州危機時にもっとも改革を進め、その果実を得る時期にあるドイツは、他国の弱さゆえに政策金利の低下とユーロ安が進むことにより、他国との格差が開いてしまう。しかし、フランスなど主要国の経済が堅調に推移していることから、中央銀行として金融政策の正常化(つまり量的緩和やマイナス金利の終了)に向けて行動を起こそうとする方向性は確かといえそうだ。

正常化を進めるに当たっては、まずバランスシートの拡大ペースをゼロ(いわゆるテーパリング)にして、その後、徐々に減らすことになる。その際、テーパリング前後から金利を引き上げていく可能性が高まる。マイナス金利で銀行経営が厳しい状況は日本と似ているが、ECBとしては、マイナス金利で不良債権が減り、インフレ期待が醸成されて活発な投資が行なわれることにより、銀行に不利なだけとはみていないと思われる。逆にいえば、量的緩和で銀行融資が維持されているとはみておらず、量的緩和はインフレ期待醸成に影響を与えるとした上で、社債購入プログラムでクレジットに関わる資金を供給している(リスクプレミアムに介入している)のだろう。

ECBは、英国に比べれば、政治リスクそのもので金融政策の変更の手を縛られているというわけではなさそうだ。経済の基調が強ければ、順次正常化に向けて手を打つだろう。詳細はそれほど重要ではなく、正常化を進めることに自信を持って中央銀行が行動することに注目していきたい。リスクは、フランス議会選挙やドイツ議会選挙、イタリアの解散総選挙の可能性、などとなる。今のところ、政治的波乱(主要国のEU離脱など)の可能性は極めて低いとみる。なぜなら、フランス大統領選やドイツ地方選などの結果が市場のリスク低下につながっているからだ。しかし、テロやシリアでの戦闘激化による難民大量流入などがあれば、状況は変わり得ることに注意しておきたい。

欧州の不動産と金利上昇

欧州で政策金利が上昇することになれば、金利上昇による不動産市場への影響が気になるが、アムステルダムにあるラサール インベスト マネジメントの欧州投資担当者は前向きだった。ロンドンの不動産価格についてはそれほど楽観視していないものの、ミュンヘンやマドリッドなどで2020年までにオフィスの家賃上昇を見込んでいるようだ。欧州危機後の回復がいよいよ確かなものとなってきたことが背景にある。金利低下局面が反転し上昇局面になるとしても、健全なインフレ期待に戻るのであれば、家賃の上昇は当然期待できるはずだ。通常の賃貸契約は5年以上など長期のものが多いようだが、インフレなどによる契約の見直し条項もあるため、家賃は経済情勢にリンクする。調達コストについても長期負債が多いため、ある程度固定されており、急激なコスト上昇を想定するものではなさそうだ。今後、金利上昇の程度が緩やかであると想定すれば、欧州REIT全体のリターンは比較的高く維持できると考えられる。さらに、欧州ではREIT市場が拡大基調にあり、ドイツなどで多くの新しいREITが上場することも期待できる。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official