

KAMIYAMA Reports vol.91

ドイツ選挙後の欧州投資

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

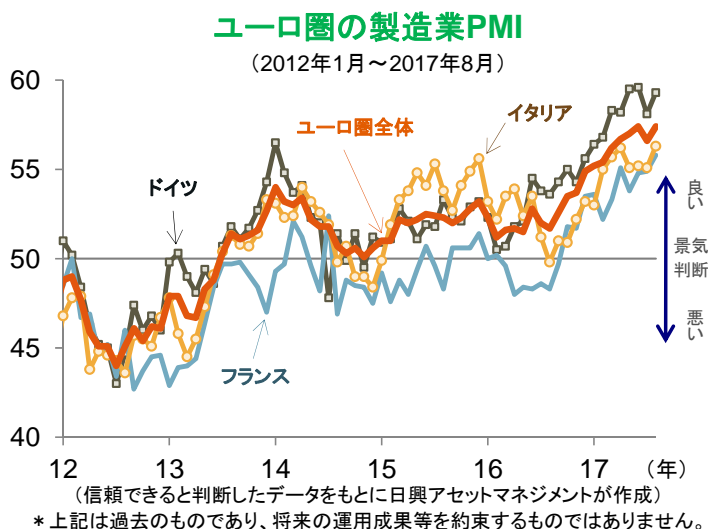


- ・ ドイツ選挙後の欧州改革進展に期待
- ・ ECB の政策正常化は、市場を不安定にする原因にはなるまい
- ・ 通貨ユーロ、株式、社債等クレジットへの投資機会

ドイツ選挙後の欧州改革進展に期待

9月24日、ドイツ連邦議会選挙の結果、メルケル氏率いる与党のキリスト教民主・社会同盟 (CDU/CSU) が第一党を維持した。社会民主党 (SPD) との連立を解消し、企業寄りの自由民主党 (FDP) や環境政党の緑の党との連立政権樹立までの交渉に時間を要し、当初は混乱が予想されるものの、経済改革で実績を積み上げたメルケル氏の4期目続投はおおむね予想通りで、金融市場への短期的な影響は小さいとみられる。今後は、これを契機に、ユーロ圏での重要な構造的な改善が期待される。1つはEU (欧州連合) 統合の深化で、もうひとつは労働力人口の増加だ。

まず、EU 統合の深化について、ユンケル欧州委員会委員長は9月13日の演説で、EU 財務相の創設を提案した。欧州金融危機で政府の債務返済に問題が生じたような時に、EU 財務相が EU 加盟国の財政や経済を監督するというものだ。ドイツやフランスがユーロ圏の独自予算を編成する構想とは異なるが、今後、EU 各国の財政統合に向けた構造改革を行ない、EU とユーロを守り育てていく議論がさらに活発化しそうだ。



また、メルケル氏の勝利で、フランス大統領のマクロン氏との独仏連携が強化されるだろう。英国の EU 離脱選択により、独仏を中心に意見がまとまりやすくなっている。ユーロ圏の財政統合などの方向性が明確になれば、通貨ユーロへの信認は厚くなり、ユーロ高の可能性が高まる。

ただし、フランスの政治リスクは残る。マクロン大統領就任後、国防予算削減を巡る対立などで支持率が低下し、労働改革では組合の大規模なデモなどの抵抗にあったこともあり、同じく9月24日に行なわれたフランス議会上院選挙で、マクロン氏率いる共和国前進は伸び悩んだ。しかし、国内の改革は緩やかだとしても、景気の回復が問題解決に良い効果を与えよう。PMI (購買担当者のセンチメント指数) は2017年に入ってから顕著な改善がみられ、雇用増や設備投資を促しそうだ。

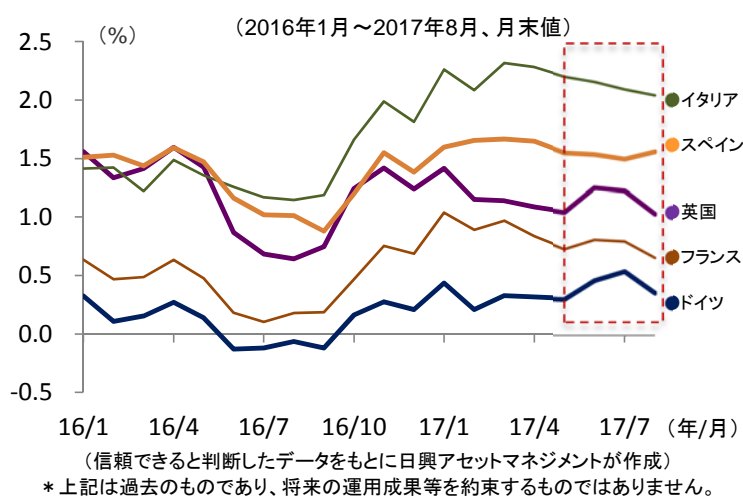
次に、メルケル氏の勝利は、ドイツ国内での難民・移民支援の強化期待、つまり労働力人口の増加が期待されることだ。今後、世界的に労働力人口が減少していくという問題を抱える中で、ドイツは移民を受け入れることで労働力を

確保しようとしている。これまでも、ドイツはトルコや東欧からの移民や出稼ぎを受け入れていたが、今ではシリアやイラクからの受け入れも目立っている。労働力人口の増加と、IoT(モノのインターネット化)など先端技術を活用した生産や商品への応用との結びつきが、欧州の成長と生産性改善の両立への期待につながる。また、日興アセットマネジメント ヨーロッパでグローバル・クレジットのヘッドであるホルガー・マーテンズも、ドイツ総選挙後の注目点として、インフラ投資や防衛費などに加え、難民対策費の増加などによる財政拡大の可能性をあげている。長期的な構造改善とともに短期的な政策出動も期待できるといえる。

ECB の政策正常化は、市場を不安定にする原因にはなるまい

順調な経済を背景に、ECB(欧州中央銀行)は金融政策の正常化に着手しよう。2018年1月からECBの資産買取縮小(いわゆるテーパリング)が始まると予想する。2018年に資産額が横ばいになった後、さらに経済が順調に回復すれば、2019年にも資産額は減少し、政策金利引き上げなど「異次元」の緩和政策が終了に向かうかもしれない。

欧州主要国の10年国債利回り



この一連の動きは、市場を不安定にする原因にはなるまい。なぜなら、市場の行き過ぎ・過熱を止める引き締めではなく、経済の回復に対応した政策の正常化だからだ。

しかも経済の回復で、いくつかの主要国の金利はクレジットが改善することで低下している。2017年4月以降、ドイツの金利は経済の回復を受けて上昇傾向となる一方、イタリアやスペイン、フランスなどは、下落傾向を示している。これは、クレジット改善による欧州危機後のドイツの金利との格差縮小を意味している。

スペインの経済成長率は、EU域内平均よりも高く維持されており、労働改革などの果実を受け取る段階に入った。イタリアはまだ成長率は低めだが、金融システム改革が進展し、信用改善と景気回復期待が高まる。

通貨ユーロ、株式、社債等クレジットへの投資機会

通貨ユーロは、今後EU各国の財政規律の一体化や移民受け入れと労働力人口の増加で、構造的な強気要因を持つことになるだろう。株式についても、短期的な景気サイクルの拡大、企業収益の改善、財政出動の恩恵に加え、構造的な強気要因がある。社債等クレジットについては、前出のマーテンズは経済環境の改善によりヘルスケアや自動車部品セクターなどの社債に魅力があるという。また、日興アセットマネジメント ヨーロッパで欧州ハイイールド投資を担当するイーユン・イップは、ECBの社債購入プログラムの購入額が減少する中でも、ライジングスター銘柄(ハイイールドから投資適格に格上げされる銘柄)への投資に妙味があるとみている。

欧州は、単に欧州危機からサイクル的に回復しているだけ、と見るべきではない。ドイツの選挙結果で構造的なEUの制度などの見直し期待、ひいては通貨ユーロの信認が強まるだろう。一方、移民受け入れの整備が財政拡大で支援されれば、短期的な経済を押し上げつつ長期的な供給力(労働力)のかさ上げも図られる。ドイツ総選挙の結果は、債券投資を通じたユーロ上昇の機会をうかがうだけでなく、企業活動活発化と成長の長期化による株式や債券等クレジットに投資する良いきっかけとなりそうだ。

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