METZLER
Asset Management

markt:aktuell

Monthly Market Comment

May 2024

市場動向

4月、世界の株式市場はまちまちでした。同月のMSCI欧州指数は約-0.6%、MSCIワールド指数は約-3.2%、MSCIエマージング・マーケット指数は先進国株式市場と乖離して約+1.4%と上昇しました（以上、全て現地通貨ベース）。米国株式市場では、一部の過熱感のあるテクノロジー株が高い期待に応えられず、株価調整に見舞われました。さらに、堅調な経済指標と高いインフレ率を受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）の次の政策変更が利上げにまで傾くかと懸念されました。ユーロ圏の経済指標も予想外に上振れしました。そのため、債券市場も下落圧力を受けました。同月のバンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ・ドイツ国債指数は約-1.8%、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ・EMU国債指数は約-1.4%と下落しました。ユーロ円は、1ユーロ168円26銭近辺までユーロが続伸して同月を終えました。円安は、利上げに消極的な日銀の姿勢が主な要因であるとみられます。日本での労働需給のひっ迫と企業の高い価格決定力を考えれば、この日銀の姿勢は非常にリスクの高い戦略であると考えられます。

欧州経済

パンデミック以前、ユーロ圏の実質均衡金利は-0.5～+0.5%程度と推定されていました。インフレ率が2.0%の場合、名目均衡金利は+1.5～+2.5%に相当します。しかし、現在の政策金利は4.0%であり、インフレ率を速やかに2.0%に戻すように、経済成長を抑制する効果があるはずです。実際は、ユーロ圏の第1四半期の経済成長率は前期比+0.3%に加速しており、これは潜在成長率と推計される水準に概ね一致しています。従って、4.0%という政策金利では、経済成長を抑制する効果がなかったとみられます。加えて、4月の経済指標、特にサービス部門が改善しており、第2四半期も堅調な経済成長が期待できることを意味しています。ユーロ圏の堅調な成長はやや予想外ではあります。ひとつの結論として考えられることは、実質均衡金利が2.0%まで上昇し、金融政策がもはや景気の抑制効果を持たなかったということです。しかし、問題はその理由です。実質均衡金利は一般的に、生産性成長率、人口成長率、平均寿命、財政政策によって説明されます。人口成長率が停滞し、平均寿命が伸びれば、実質均衡金利は低くなる傾向にあります。しかし、これらは新しい動きではありません。新しいことは、人工知能の活用によって生産性成長率が今後加速する可能性があること、また、環境面や軍事面での課題が山積しているため、政府支出が今後大幅に増加する可能性があることです。このような背景から、2.0%ほどではないにしても、期待値の変化によって実質均衡金利がすでに上昇している可能性も考えられます。しかしこの場合、潜在成長率の上昇も期待されます。結果として、現在の経済成長率は潜在成長率を下回っており、ユーロ圏のインフレ率は依然として低下傾向にあるとみられます。ユーロ圏の4月のコア消費者物価指数は前月比+0.15%の上昇にとどまり、2月と3月を大幅に下回りました。インフレ率の低下は、欧州中央銀行（ECB）が政策金利を引き下げる余地を広げており、従って我々は6月の利下げを予想します。しかし、景気の底堅さにより、7月に追加利下げが実施される可能性は最近低下しているとみています。そのため、ECBの政策金利見通しを修正し、今年の利下げは4.0%から3.25%への3回のみと予想します。しかし、インフレについては楽観的な見方を維持しており、インフレ率は顕著に低下し続けるとみています。

欧州企業の利益成長見通し

4月にIBESのStoxx Europe 600の業績予想は、2024年は+0.5%、2025年も0.6%と上方修正されました。現在のIBESアナリスト予想では、欧州企業のEPS成長率は、2024年が+5.0%、2025年は+10.6%となっています。4月末時点のStoxx Europe 600の2025年のEPS予想に基づく予想PER

は 12.5 倍です。12 ヶ月先予想 PER の過去 10 年間の平均は約 12.4 倍であることから、Stoxx Europe 600 はフェア・バリューに近い水準にあるとみられます。欧州株式市場は過去数週間、低いバリュエーション、6 月からの ECB の利下げ見通し、経済指標の改善傾向を好材料として、とりわけ欧州圏外の外国人投資家からの資金流入の恩恵を受けたとみられます。また、天然ガスと電力価格が低水準で安定しはじめていることから、欧州はエネルギー危機への対処ができるようになってきているように見えます。加えて地政学的リスクも当月は後退しました。Stoxx Europe 600 のセクターのうち、2024 年の予想 EPS 成長率が最も高いのは通信で約+72.3%、次いで化学が+22.1%、保険が+14.3%となっています。金融サービス、石油・ガス、公益は伸びが最も低く、それぞれ-5.5%、-3.9%、-3.2%となっています。4 月の業績予想の上方修正は主に、軟調なセクターで状況が改善したことによるものでした。

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
- 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会