

## 市場動向

4月に世界株式市場は反発しました。MSCI 欧州指数は約 5.6%、MSCI World 指数は約 10.6%のプラス・リターンとなりました。一方、MSCI エマージング・マーケット指数も約 8.8%のプラス・リターンとなりました（以上、すべて現地通貨ベース）。この反発が、ベア・マーケット・ラリー（弱気相場の一時的な上昇）に過ぎないのか、それとも新たなブル・マーケット（強気相場）の始まりなのかについては、依然として非常に不透明です。これが新たなブル・マーケットとなる必要条件是、感染拡大の第二波とそれに伴うロックダウンの再開が回避され、デフォルト（債務不履行）が急増することなく世界経済が5月以降に回復し始めること、であると考えます。興味深いことに、現在の中央銀行の金利の低位安定重視が、国債にも追い風となった可能性があります。JP モルガン・ドイツ国債指数は約 1.1%、JP モルガン EMU 国債指数は約 0.4%のプラス・リターンとなりました。イタリア、スペイン、その他のファンダメンタルズの弱い国の債務水準の急増が予想されており、金融市場は欧州ソブリン危機の再来を依然として懸念しています。ユーロ円レートは同月末時点で 117 円 12 銭と、前月末比ユーロ安円高となりました。

## 欧州経済

コロナ危機は1-3月期にユーロ圏に大打撃を与え、実質 GDP は前四半期比 3.8%減となりました。しかし、3月に 44.5 だったユーロ圏の製造業 PMI 速報値は4月に 33.6 に、26.4 だったサービス業 PMI 速報値は 11.7 に低下しており、4-6月期の実質 GDP はさらに大きなマイナスになると予想されます。良いニュースは、新規感染者数は、4月初めに既にピークを打っており、大陸欧州のほとんどすべての国で減少してきていることです。英国は大陸欧州に1~2週間遅れています。このような背景から、大陸欧州諸国は、ロックダウン措置の段階的な緩和を開始しています。制限緩和措置はそれがなんであれ、経済見通しの改善につながります。このようなことから、ユーロ圏 PMI は5月以降に改善し始めると予想しています。非常に恐れられているリスクは、感染拡大の第二波です。しかし、欧州の人々は今や以前よりもずっと用心深くっており、法律で規定されていなくても、おそらく何らかの形で社会的距離の確保を続けるであろうことから、このリスクは制御可能であると考えます。夏になり気温が上昇することも感染拡大抑制に資するはずですが、もう一つのリスクは、多額の負債を抱えた企業や家計が、キャッシュフローをすべて借金返済に回してしまって、景気回復が控えめなものになってしまうことです。従って、欧州連合（EU）が速やかにかなりの規模の「復興基金」に合意することが非常に重要です。このように、財政支出が景気回復にとって鍵となります。記録的な水準に膨らんだバランスシートを抱える ECB は、支出を刺激することはできませんが、それでも、企業のデフォルトの急増やソブリン債スプレッドの拡大を回避しようと尽力しています。ECB はこのように、信用が実体経済に行き渡り続けるように、銀行への十分な流動性供給を継続しています。加えて、年末までを期限としているパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）はいつでも延長することが可能です。

### 欧州企業の利益成長見通し

IBESにより4月に集計されたアナリストのStoxx Europe 600の2020年の予想EPSは前月から17.6%、2021年の予想EPSは8.2%引き下げられました。今や、新型コロナウイルス危機の深刻な経済損失をアナリスト達は利益予想に完全に織り込んだ模様です。「景気回復は5月にスタート」との我々の基本シナリオが正しければ、今後数ヶ月以内に見通しのさらに大幅な引き下げを行う必要はなくなるでしょう。この結果、現在のIBESアナリスト予想では、欧州企業のEPS成長率は、2020年は▲19.9%と減少し、2021年は27.6%と増加に転ずる予想となっています。このように、アナリスト達は来年の景気回復を予想している模様です。4月末時点のStoxx Europe 600の12ヶ月予想PERは16.2倍です。12ヶ月予想PERの過去10年間の平均は約13.2倍であることから、Stoxx Europe 600はフェア・バリュを上回っている模様です。しかし、コロナ危機によって大幅低下してしまった予想EPSを用いて株価を評価することはおそらく適切ではありません。例えば、シラーPER（CAPEレシオとも呼ばれる）は、過去10年間のEPSの移動平均を用いることで景気サイクルを平準化しており単純なPERよりもずっと理に適っていますが、欧州株の現在の株価水準は非常に魅力的であることを示しています。Stoxx Europe 600の19セクターのうち、2020年の予想EPSの伸びが最大なのは不動産（+53.8%）で、次いでヘルスケア（+31.7%）、通信（+29.5%）です。一方、伸びが最低なのは、旅行・レジャー（▲114.8%）で、次いで石油・ガス（▲64.7%）、自動車・自動車部品（▲59.1%）です。

(R20- 026)

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・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。
- 本資料で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