

市場動向

3月に、先進国株式市場は上昇しました。同月のMSCI欧州指数は約6.2%、MSCIワールド指数は約4.3%のプラス・リターンとなりました。一方、MSCIエマージング・マーケット指数は約0.8%のマイナス・リターンとなりました（以上、すべて現地通貨ベース）。好調な経済指標がシクリカル（景気循環）株を押し上げ、バリュー（割安）株は米国国債利回り上昇に追い風を受けました。欧州株式市場はシクリカル・ファクターとバリュー・ファクターの両者に傾いており、これが欧州株式市場がアウトパフォームした理由でもあります。

欧州債券市場は概ね横ばいでした。経済見通しの改善は債券利回りの上昇圧力となりましたが、ECBが3月11日の政策理事会でPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の購入ペースを大幅に加速することを決定したことが利回り上昇圧力を相殺し、利回りはほぼ横ばいとなりました。バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ・ドイツ国債指数は約0%だった一方、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ・EMU国債指数も約0.2%のプラス・リターンとなりました。ユーロ円レートは3月末時点で129円84銭と、前月末比約0.4%のユーロ高円安となりました。

欧州経済

3月中旬までに、ユーロ圏では新型コロナウイルスの感染拡大第2波は順調に収束し、ロックダウン措置の再緩和を決定した国もありました。しかし、その後まもなく、感染力が強いとされる英国由来の変異株が急速に広がったため、第3波が発生しました。ワクチン接種のペースはまだ顕著に加速していないため、4月には、そしておそらくは5月になっても、ロックダウン措置が大幅緩和される可能性は低くなっています。このような背景から、ユーロ圏の成長率見通しを2021年については3.5%に引き下げましたが、2022年については4.5%に据え置いています。一方、ユーロ圏のインフレ率見通しは、2021年については1.7%に引き上げた一方、2022年には1.4%に低下すると予想しています。今年のインフレ率の上昇は、主にエネルギー価格と食品価格のベース効果（比較対象の前年同月が低かったことでインフレ率が高めに出やすいこと）に加え、ドイツの付加価値税の減税終了と炭素税の導入によるものです。需給ギャップは大きなマイナスで、（隠れた）失業率は高いことから、2022年のインフレ率がさらに上昇することはないと考えています。2022年にもインフレが加速するリスクは25%の確率と見ています。そうなった場合には、家計や企業は経済再開後に消費ブーム入りし、金融資産が減少して貯蓄率はマイナスになると思われます。同時に、財政支出は計画通りに加速し、世界経済の好況によって輸出は大幅増加するでしょう。2022年にインフレ率が2.0%になり、その後もインフレ率の上昇傾向が続くと予想される場合、ECBがそれに対処することは間違いと考えられます。その場合、ECBは早ければ2022年にすべての証券購入プログラムを終了し、2023年には主要金利を引き上げることになるでしょう。しかし、これまでの経験から、欧州の消費者は貯蓄性向が高く、貯蓄の大部分は将来の危機に備えた安全バッファーとして保有される可能性が高いと考えられます。したがって、我々の基本シナリオが実現した場合には、ECBは2022年3月にPEPPを、2023年にAPP（通常の資産購入プログラム）を終了するだけと見ています。その後、ECBはユーロ圏の債券市場に対するコントロールを徐々に放棄していくことになるでしょう。現時点ではECBはユーロ圏の債券市場をほぼ完全にコントロールしようとしており、

April 2021

ラガルド ECB 総裁は 3 月の会合で、ユーロ圏の債券利回りを持続的に低下させるために PEPP の購入量を増やすことを決定し、その決意を印象づけました。

欧州企業の利益成長見通し

IBES により 3 月に集計されたアナリストの Stoxx Europe 600 の 2021 年および 2022 年の予想 EPS は前月からそれぞれ 2.0%、1.4%引き上げられました。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、2021 年は 33.5%、2022 年は 15.2%となっています。3 月末時点の Stoxx Europe 600 の 12 ヶ月予想 PER は 17.5 倍です。12 ヶ月予想 PER の過去 10 年間の平均は約 15.6 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、一時的な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ると思います。Stoxx Europe 600 の 19 セクターのうち、2021 年の予想 EPS の伸びが最大なのは石油・ガスで、2020 年の EPS は▲15.0 ユーロであるのに対し、2021 年の予想 EPS は 17.3 ユーロとなっています。次いで伸びが高いのは、メディアで、2020 年の EPS は 2.3 ユーロであるのに対し、2021 年の予想 EPS は 16.2 ユーロとなっています。三番目に伸びが高いのは、自動車・自動車部品で、2020 年の EPS は 15.5 ユーロであるのに対し、2021 年の予想 EPS は 63.1 ユーロとなっています。一方、伸びが最低なのは、金融サービス (▲21.2%) で、次いで通信 (▲9.0%)、ヘルスケア (▲7.7%) です。

(R21-018)

- 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