

market:update

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年2月1日

2021年の欧州株式の良好な見通し

2021年の欧州株式市場の見通しは基本的に良好だと考えています。予想される好調な経済、僅かなインフレ率の上昇、中央銀行による潤沢な流動性の組み合わせにより、さらなる株価上昇が予想されます。しかし、大多数の投資家は、すでにこのシナリオを考慮に入れて、キャッシュ比率を低位に、株式投資比率を高位とするポートフォリオを構築していると見られる為、経験上、市場参加者が一斉に株価上昇を予想して同方向にポジションを傾けている時は、株式市場で大規模な下落調整が起きる可能性に留意が必要と考えています。

シナリオ分析

こうした状況下、当社は今後のシナリオを想定することに価値があると考え、株価に影響を与える2つの要因を用いて、以下の分析を行いました。

- (1) 株価収益率の変化
- (2) 一株当たり利益の変化

即ち、2021年のMSCI欧州指数のパフォーマンスはバリュエーションの変化率に企業の利益成長率を加えたものからなるとの考えに基づきシナリオ分析を行いました。

2021年は、緩やかなバリュエーションの低下と、大幅な利益成長が見込まれる。

MSCI欧州指数: 予想される利益成長率*とバリュエーションの変化率に応じた潜在的な株価上昇率 (%)**

| PER/EPS 成長 2021 | 中央値 | | | | | | | 2020年12月末時点の バリュエーション | |
|-----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|--------------------------|--|
| | 13 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 21 | 23 | |
| 5 | -40 | -30 | -26 | -21 | -17 | -12 | -3 | 7 | |
| 10 | -37 | -27 | -22 | -17 | -13 | -8 | 2 | 12 | |
| 15 | -34 | -24 | -19 | -14 | -9 | -3 | 7 | 17 | |
| 20 | -31 | -20 | -15 | -10 | -5 | 1 | 11 | 22 | |
| 25 | -28 | -17 | -12 | -6 | -1 | 5 | 16 | 27 | |
| 30 | -25 | -14 | -8 | -2 | 3 | 9 | 21 | 32 | |
| 35 | -22 | -11 | -5 | 1 | 7 | 13 | 25 | 37 | |

* 2021年の予想利益成長率: 対前年比

** 過去12カ月の利益に基づく株価収益率

出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー、2020年12月末現在

2021年のMSCI欧州指数を構成する欧州企業の利益成長には、基本的に力強い成長か、ほぼ停滞かの2つのシナリオが考えられます。夏場に始まると予想される景気回復が実現すれば、2021年を通じて欧州企業の一株当たり利益に25~35%程度の上昇が予想され、これは

大方のアナリスト予想とも整合するものと言えるかと思えます。2020年12月末時点で、過去12ヶ月間の企業収益の平均を基にしたMSCI欧州指数の株価収益率は約23倍であることが示されていますが、過去10年間の平均が約15倍であることも分かっています。そこで、今後、バリュエーションがどう展開するか関心事項になると思いますが、経験上、バリュエーションは、金融市場のムード、企業収益への期待、金融政策等を反映しつつ、ヒストリカルな中央値を中心に変動してきたことが分かっています。従って、2020年12月末のバリュエーション水準には、第一に、投資家が将来に亘り企業の高い利益成長率を期待していること、第二に、歴史的な低金利を背景に投資家が株式に代替する投資資産としての選択肢がほぼ無いと考えていること等が反映されているとの見方が成立し得ると考えています。

以上により、合理的な投資判断が機能する市場環境では、2022年、2023年には企業収益の成長率が再び低下するとの予想を前提に、バリュエーションが2020年12月末の23倍から2021年12月末には17倍~19倍の水準にまで低下する余地があるとも考えられ、このシナリオに対応する株価パフォーマンスは6~13%の間になることを予想しています。

もう一つの見方は、株式市場でECBによる潤沢な流動性を背景とする投資家の陶酔感が続いていることにより、2021年末のバリュエーションが23倍程度を維持し得るというもので、この場合、株価パフォーマンスとしては27%から37%もの上昇を伴うバブルのようなシナリオも示唆されているように思われます。

しかし、ワクチン接種ペースの遅延、ワクチン耐性変異種の新たな発生等が起こることで景気回復が遅れる場合、期待された企業の利益成長率が5%程度でほぼ停滞する可能性も考えられます。この場合、投資家の間で失望間が広がり、バリュエーションは、19倍程度からヒストリカルな中央値である15倍程度に向けて低下する可能性があり、株価パフォーマンスは-12%から-30%程度になることも予想されます。

但し、今後数ヶ月以内に、より多くのワクチンが承認される可能性は高いと見られる為、この下落シナリオはむしろ可能性が低いとも考えられます。更に、もう一つのリスクシナリオは、米国のインフレ率の急上昇と、米国の10年国債利回りの大幅な上昇だと考えられますが、この場合、企業収益は約35%増加するもののバリュエーションは15%程度まで低下することで、約11%の株価下落が発生すると予想されています。尚、欧州では依然として高い失業率を背景に、今年はインフレが著しく上昇する可能性があるとは考え難い状況にあると見えています。

二桁台の株価パフォーマンスのチャンスか

要約すると、予想される景気回復、低インフレ、継続的で潤沢な中央銀行の流動性供給、歴史的な低金利等を背景に、バリュエーションの低下はせいぜい緩やかなものになると思われ、欧州企業の高い利益成長率予想を考慮すると、途中で急落調整を伴ったとしても、2021年を通じて二桁の株価上昇シナリオとなる可能性が最も高いと言えるのではないかと思います。

経済指標は予想以上に堅調に推移

コロナ感染第二波と新たなロックダウン措置が多く見られるにもかかわらず、概して経済指標はこれまでのところ、予想よりも良好な状態を維持していると思われま。留意すべきは、かように堅調な経済指標が今後も維持されていくか否かだと思われま。

ドイツ経済は、2020年第4四半期に、産業セクターが好調であることにより、既にGDPの低下を回避したと見られますが、今後はIFO指数やEUビジネス景況感指数などの動向が注目されます。

最初の時と比べて、2回目のロックダウンでは学習効果が見られたことで、同様の環境下でもより良い経済発展を実現することも可能になったと思われま。

一方、米国では、これまで驚くほど堅調な経済状態が示されてきました。今後は耐久財新規受注や新規住宅販売と同様に、GDPも第4四半期に成長を示すと予想されています。実際に感染者数が減少し、ワクチン接種も著しく増加している為、今後発表される消費者信頼感指数の動向が注目されます。

以上

付録：株式の長期リターン予想の計算

上記のシナリオ分析に示された株式の長期リターンの計算方法は以下の通りです。株式投資のトータルリターンは、次の要素に分解できると考えています。

(1) 株価収益率の変化

(2) 一株当たり利益の変化

- 実質売上高の伸び
- 利益率の変化
- 発行済株式数の変化
(自社株買い等による)

(3) 配当

企業は、株主資本から生み出された利益を使用し、配当金の支払い、自社株買戻し、及び会社への再投資を行うことが可能と考えています。(再投資の結果としての)実質売上高の伸び、自社株買い、及び配当利回りの合計は、長期的に株主資本利益率と等しくなるとの前提を用いており、世界中の企業が長期的に約6%の株主資本利益率を達成すると想定しています。

株価収益率と利益率は、非常に長期に亘り横這い傾向を示すとの前提を用いていますが、7年から14年の期間で、利益率と株価収益率は一定ではなく変動する為、ここでは、今日観察される平均からの乖離が上記の期間に亘り収斂し修正されるという単純化した仮定を使用しています。

エドガー・ヴァルク
メツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト

market:update

- 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

R21-003