

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年5月24日

欧州株式の価格水準は高くないだろう

現在、株式市場では株式ストラテジストが、各々独自のバリュエーション手法を用いて株価水準を評価しているようであり、経験上、これは異例で驚きに値することだと思われまます。かように、バリュエーション指標には、企業の実績収益に基づくもの、予想収益に基づくもの、景気循環を考慮したもの、金融セクターの収益を除いたもの、歪んでいると思われる他のセクターを除いたもの、一株当たり収益、EBITなど収益の定義が異なるものなど多くがあると思われまます。この為、「木を見て森を見ず」にならないよう、長期的な価格推移を見ることは有益だと考えています。

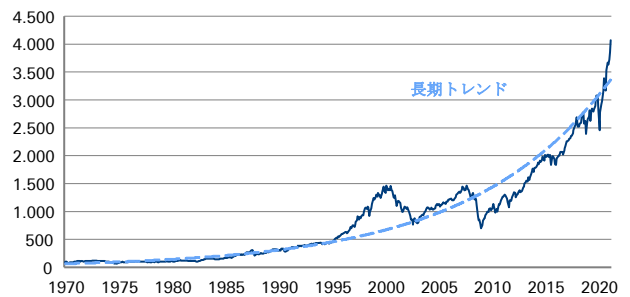
トレンドはどんなバリュエーション指標よりも多くを語り得る

株価は企業の利益に従うというのが定説だと思われまます。企業の利益は、長期的に安定して増加すると見られる為、株価もそれに伴い安定した（指数関数的な）トレンドに沿って推移するように見えます。

欧州や米国の株式市場では、長期トレンドを認識することにより、2000年に起こったバブルや2009年に現れた異常に過小評価された市場局面が一目で分かるようになってまます。しかし、この価格パフォーマンスは、表示される単位が「インデックス・ポイント」（図表1）である為、これが示す指数関数的なトレンドは時間の経過に従って直線的なトレンドからの乖離が大きくなってまます欠点があると思われまます。より良い方法と考えられるのは、価格指数を対数化して、直線的な上昇トレンドを示すようにすること（図表2）であり、これにより、トレンドからの乖離の単位が「パーセント」で表示され、時系列の比較が容易になると思われまます。

現在、米国では価格パフォーマンスの高さから バブル懸念が生じている

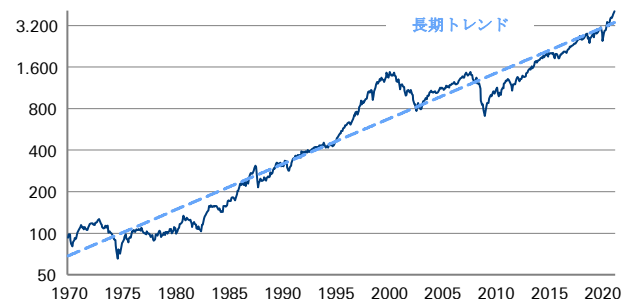
MSCI 米国指数の価格グラフ



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年4月30日時点

米国の価格パフォーマンスの対数表示では、明確なトレンドからの乖離が見られる

MSCI 米国指数の価格グラフを対数表示



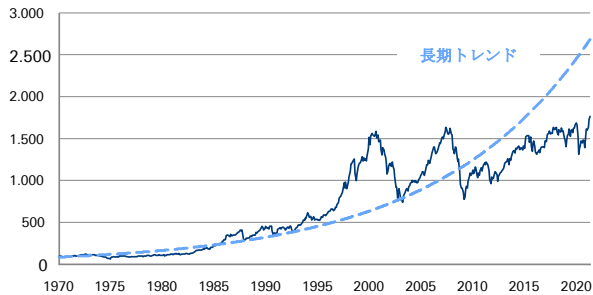
出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年4月30日時点

米国株式市場では、MSCI 米国インデックスの株価は過去1年間ですでに長期トレンドの水準を超えて上昇しており、4月末には20%以上の乖離水準にまで達していると見られます。従って、米国株式市場のバリュエーションは非常に高水準にあると考えられ、これが既にバブルか否かは、確かに議論の余地があると思われまます。

markt:aktuell

欧州では、価格パフォーマンスは、現在のところバブルの形成を示していない

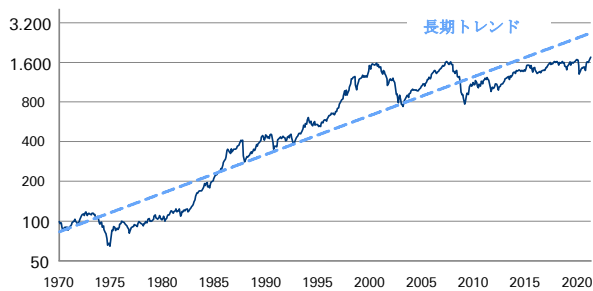
MSCI 欧州指数の価格グラフ



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー 2021年4月30日時点

欧州では、1970年以降で最大級の下方乖離を確認できる

MSCI 欧州指数の価格グラフを対数表示



出所: Refinitiv Datastream, Metzler; 2021年4月30日時点.

対照的に、近年の欧州株式のパフォーマンスは非常に低迷しており、4月末時点で、MSCI欧州指数の価格は長期トレンドを約40%下回っていると見られますが、これほど大きな乖離や過小評価が生じたのは1975年以降のことだと思われます。実際、このように低調なパフォーマンスには、十分なファンダメンタルズ上の理由があると思われ、例えば、ソブリン債務危機や英国EU離脱がもたらした影響は、欧州全体に大きな経済的ダメージを与えたと考えられる他、欧州では、銀行、自動車メーカー、電力会社など構造的に不振なビジネスモデルをもつ企業やセクターが、長期に亘り、非常に低い収益性と闘ってきたことが背景にあると思われます。

欧州はソブリン債務危機を克服し、英国のEU離脱も概ね秩序立って完了することが出来たと思われます。欧州復興基金からの資金が今年6月から投入され始める予定で、またパンデミックが収束したと見られることもあり、強力な経済的好転が目前に迫っていると考えられます。多くの欧州企業が行ってきた大規模なリストラも、初期の成功を収め始めていると見られます。従って、今後数年間で企業収益が急速に回復する可能性が高く、そ

れに伴って株価も長期的なトレンドに戻る可能性が高いと思われます。

日本株：中期的にはポジティブな見通し

今年2月、日経平均株価は、1990年以来、初めて3万円を超えました。これは、1990年代初頭の株式・不動産市場のバブル崩壊がもたらした長期的なコストの高さをあらためて証明するものと見ることが可能だと思われます。

もっとも、現在の日本の株式市場の上昇は、2012年末にすでに始まっていました。それは、日本の政策変更とそれに伴うアベノミクスへの期待に反応したものだと言えます。安倍前首相は、精力的に経済改革を行い、中央銀行のトップに黒田総裁を任命しました。黒田氏は前任者とは異なり、非常に寛大な流動性供給策を採用し、その結果、企業収益は2012年末から2019年末までに約75%増加しました。昨年の企業収益は低下を余儀なくされたものの、今年2021年度について、アナリストは再び25%前後の力強い増益を予想していると思われ

ます。今年2月以降、日本の株式市場では、近時の上昇分の一定程度に当たる調整が見られましたが、通常の市場変動の範囲内の価格修正と見られ、懸念材料にはならないと思われ。日本の中央銀行が同3月から日本株の買い入れを停止することを決定したことが、このような事態を招いたとも考えられます。しかし、日銀は、市場が混乱している際には株式市場への介入を継続することを明確にした為、短期的に大きな日本株市場の価格下落を防ぐことが可能な安全策を講じたと思われ

原則、日本株式市場の長期的な上昇トレンドは損なわれていないと見ています。長期的な株価は企業収益に追随すると考えており、アナリストの間では日本企業の収益の更なる増加が見込まれており、これはアベノミクスによる改革の成果が日本企業の収益性を根本的に改善したことによっても裏付けられていると思われ

これまでの日本経済は、世界経済の好転の恩恵を平均以上に受けてきたと言えますが、最近の世界経済の回復に対して日本経済は遅れをとっていると見られ、今年第1四半期の国内総生産は、前期比で1.0%以上減少しています。

3月の鉱工業生産が前月に比べて大幅に増加したことは、第2四半期からの成長の顕著な回復を示唆していると思われ、5月の購買担当者指数等でもさらに前向きな結果が見込まれています。概して、健全な経済は、好調な企業収益によって特徴付けられると思われ、このような背景から、日本株式市場は今後も上昇する傾向にあると考えています。この意味で、今年2月に日経平均株価が30,000ポイントを達成したことは前向きなシグナルとして捉えられると考えています。

グローバル経済

目下、グローバル経済には第二次世界大戦後で最大の好況が出現していると見られ、それに対応して今後、世界各国の購買担当者指数等に力強い経済データが公表されてくると考えられます。欧州の回復に加えて、中国の消費も徐々に回復してきていると見られ、小売売上高の動向が注目されます。中国では、高い貯蓄率に加え、労働市場が堅調に回復していると見られることが、好調な消費の要因になっていると考えています。

チーフ・エコノミスト

エドガー・ヴァルク

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH



Edgar Walli

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カンントリー、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ます。投資元本を割り込むこともあります。
5. 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。
6. 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。
7. 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ます。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。
8. 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。
9. 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。
10. 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。
11. 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

W21-018