

2016年 12月

# 欧州株式の投資環境について



商号等：明治安田アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第405号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

# 目次

1. 欧州株式相場の見通し : 景気回復に伴う業績相場への期待
2. 為替相場の見通し
  - ① ユーロ : ユーロ安を経て底堅い展開へ
  - ② 英ポンド : さらなる急落の可能性は低くなりつつある

## <参考>

- a. 欧州株式の魅力 : 株価・国債利回りの推移 など
- b. 今後の政治イベント : 英EU離脱交渉 独仏蘭選挙 など
- c. 難民問題と“EU離脱ドミノ”論

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司  
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士  
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメント  
を経て、2016年から現職

# 今後の相場見通し

- 下記の通り短期的には下落要因があるものの、ゆるやかな景気拡大に伴う上昇要因が欧州株式相場を下支えすると期待されます。

		下落要因	上昇要因
株式相場	欧州	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 政治リスク（EU離脱ドミノ等）</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 回復基調が続く欧州景気（EU離脱国民投票の悪影響は予想外に軽微）</li><li>・ 企業の利益成長</li><li>・ ECB、BOEの緩和的な金融政策</li><li>・ 配当利回りからみたバリュエーション</li></ul>
為替相場	ユーロ	<ul style="list-style-type: none"><li>・ ECB（欧州中央銀行）の追加金融緩和期待</li><li>・ 「英EU離脱交渉で混乱する」との懸念</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・ ユーロ圏の安定的な経常黒字</li><li>・ 日本の追加金融緩和（円に対するユーロ高）期待</li></ul>
	英ポンド	<ul style="list-style-type: none"><li>・ BOE（英国中央銀行）の追加金融緩和期待</li><li>・ 「英EU離脱交渉で混乱する」との懸念</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 堅調な景気（EU離脱国民投票の悪影響は予想外に軽微）</li><li>・ 日本の追加金融緩和（円に対する英ポンド高）期待</li></ul>

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司

# 1. 欧州株式相場の見通し①

- 欧州債務危機で進めた構造改革が奏功し、ユーロ圏景気は緩やかながらも着実に回復しつつあります。
- 欧州経済の強さが、企業の利益成長をもたらし、魅力的な収益機会を得られるとみています。

## <緩やかながらも着実な景気回復>

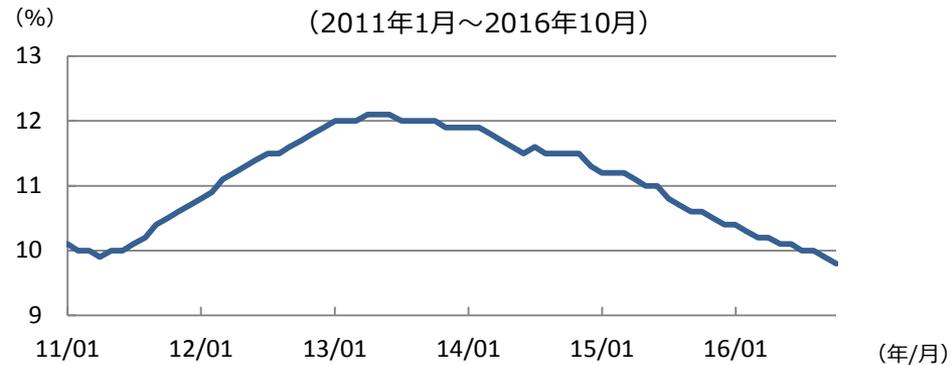
- ・ 欧州債務危機で12%台に達したユーロ圏の失業率は、足元9%台まで低下。雇用の改善が個人消費の拡大につながり欧州景気を牽引する好循環に入りつつあります。
- ・ EUの実質GDP成長率は、2013年にプラスに転換。英国のEU離脱国民投票の悪影響は軽微とみられており、2016年以降も緩やかなプラス成長が見込まれます。

## <企業の利益成長>

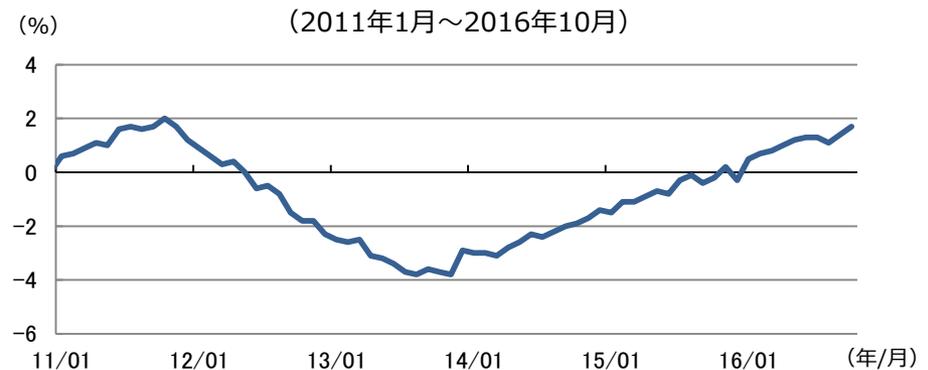
- ・ 景気回復に伴って欧州企業はヒト・モノ・カネの経営資源投入を拡大しつつあることから、先行きさらなる利益成長が見込まれます。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司

## ユーロ圏の失業率の推移



## ユーロ圏の企業向け貸出残高伸び率(前年比)



出所：ECB資料、FactSetデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

# 1. 欧州株式相場の見通し②

- 着実に進む景気回復に加え、緩和的な金融環境などから、持続的な株価上昇が期待されます。
- 欧州株式の配当利回りで比較した場合のバリュエーションは、日米株価と比べて割安な水準にあります。

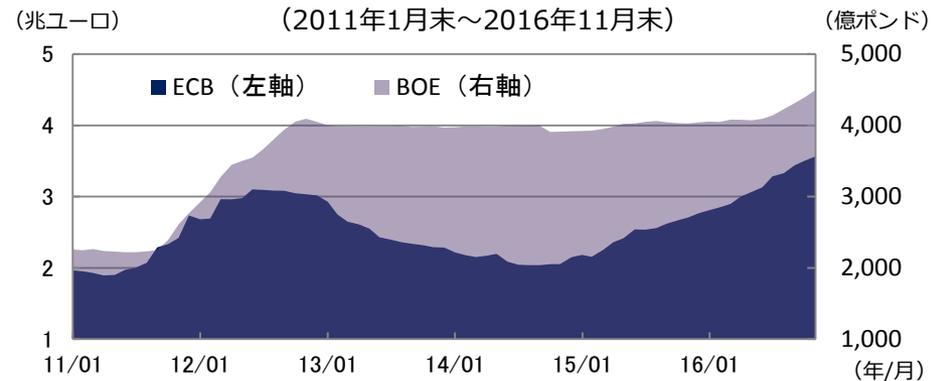
## <ECB・BOEの大規模な金融緩和>

・BOE(英国中央銀行)は、英国のEU離脱に伴う景気への不透明感から、緩和的なスタンスへと舵を切りました。ECB(欧州中央銀行)も、2015年1月に量的緩和の導入を決定し、景気浮揚策を続けています。こうした緩和的な金融環境が企業の利益成長を支え、リーマンショック以降の欧州株価の緩やかな上昇傾向を持続させる要因になると考えています。

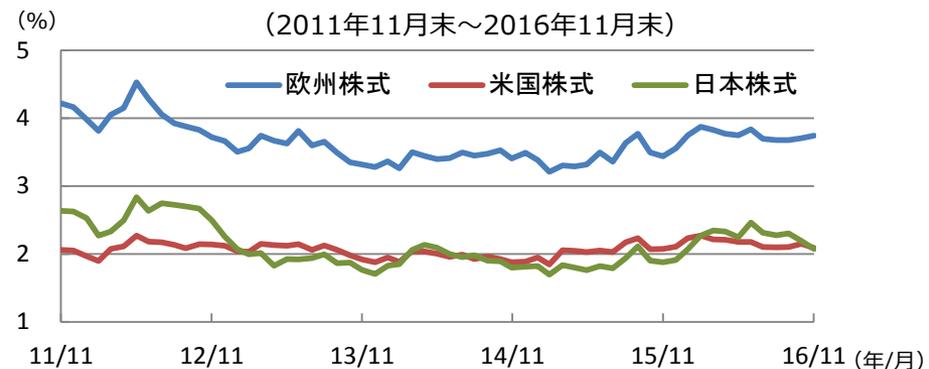
## <配当利回り面からみたバリュエーション>

・配当利回り面からも欧州株式は魅力的です。特に、予想配当利回りが3.72%と、米国の2.15%、日本の2.19%と比べても高い水準です。欧州株価のバリュエーションは相対的に魅力的とみています。

## 量的緩和の規模を示すECBとBOEの総資産の推移



## 過去5年の欧州、米国、日本の配当利回りの推移



※欧州株式はMSCIヨーロッパ指数、米国株式はMSCI米国指数、日本株式はMSCI日本指数を使用。

出所：FactSetデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司

※当資料の内容は作成時点における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。

巻末の「当資料に関してご留意いただきたい事項」を必ずご覧ください。

## 2. 為替相場の見通し ① ユーロ

- FRB（米国連邦準備制度理事会）の利上げ観測等がユーロの上値を抑える要因となっています。
- ユーロ圏の経常黒字拡大に加え、着実に進む景気回復がサポート要因となり、ユーロは堅調に推移すると考えます。

### <マイナス要因>

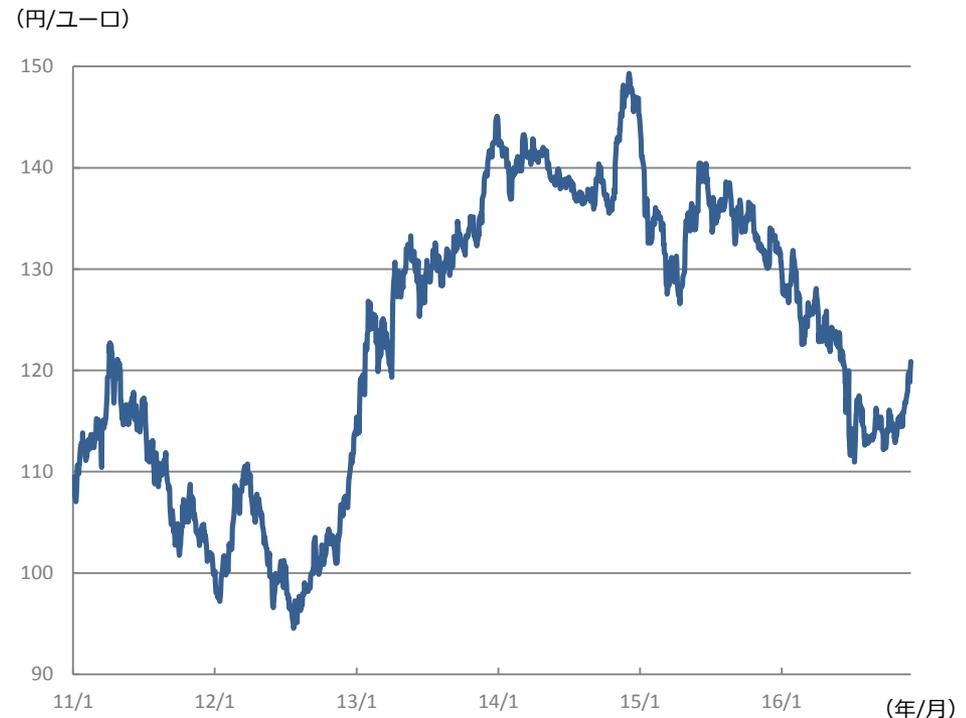
- ・世界的な低金利環境の中、ドイツを中心とした欧州債券市場におけるマイナス利回りの主因である追加緩和への期待に加え、FRBの利上げ観測はユーロにとっては弱材料となります。

### <プラス要因>

- ・ユーロ圏の経常黒字拡大が、中長期的なユーロのサポート要因になると考えられます。
- ・個人消費を中心とする内需が堅調なため、ユーロ圏の景気は緩やかな拡大が続く見通しです。ECB（欧州中央銀行）は、現状ユーロは底堅く推移しており、「当面は追加緩和は必要ない」（ドラギ総裁）と判断しています。
- ・また、米国の利上げのタイミングや利上げペースが遅くなるとの観測が広まった場合にはユーロ高となることも予想されます。

### 為替（ユーロ対円レート）の推移

（2011年1月～2016年11月末）



出所：FactSetデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司

## 2. 為替相場の見通し ② 英ポンド

- 英ポンドは、予想外に堅調な国内景気を背景に、さらなる急落の可能性は低くなりつつあります。
- ただし、英国EU離脱交渉が長期化すれば波乱要因になりそうです。

### <マイナス要因>

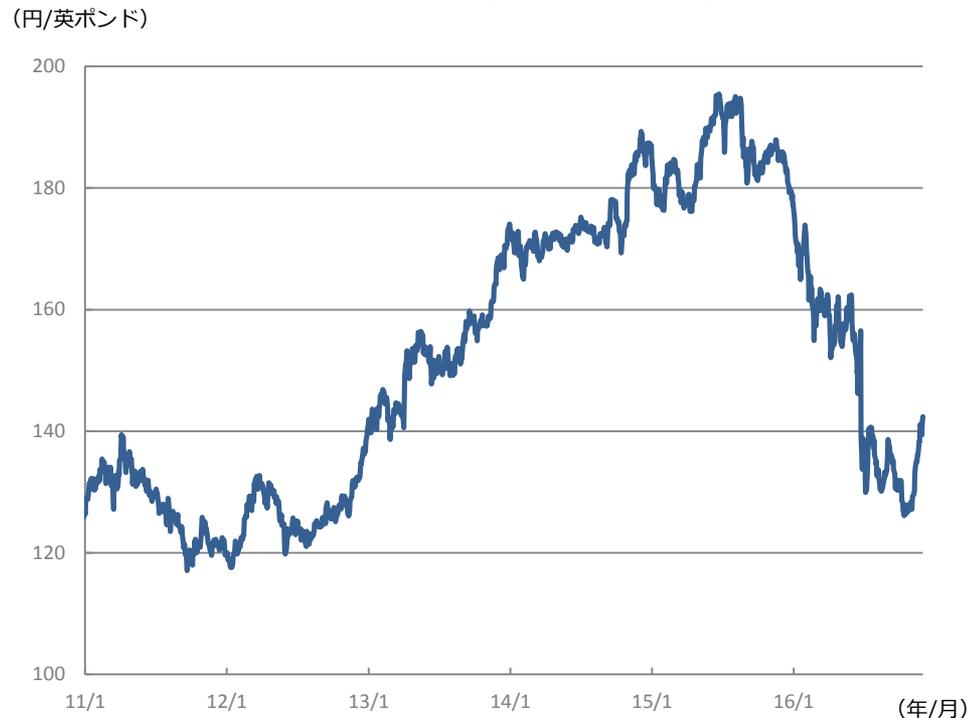
- ・ 国民投票を巡って分裂した英与党・保守党でしたが、穏健な残留派であるメイ氏が首相に選出され、市場の予想よりも早く新政権への移行が進められたことで、ひとまず国内の混乱は回避されました。もしもドイツを中心としたEUとの離脱交渉が長期化すれば、政治的な不透明感からポンドの下押し圧力となりそうです。

### <プラス要因>

- ・ ほぼ完全雇用近くまで改善した雇用情勢を背景とした堅調な消費が牽引役の英国景気はEU離脱国民投票後も予想外に堅調です。このため英ポンドは、さらなる急落の可能性は対円でも低いとみられます。
- ・ BOE（英国中央銀行）は8月4日、7年5か月ぶりの利下げや国債買入れ枠の拡大など、大規模な金融緩和策を決定しました。決定を受け金利先安観からポンドは一時急落しましたが、景気の悪化を未然に防ぐ予防的な緩和策であることから、景気下支え効果は大きいと思われます。

### 為替（英ポンド対円レート）の推移

（2011年1月～2016年11月末）



出所：FactSetデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司

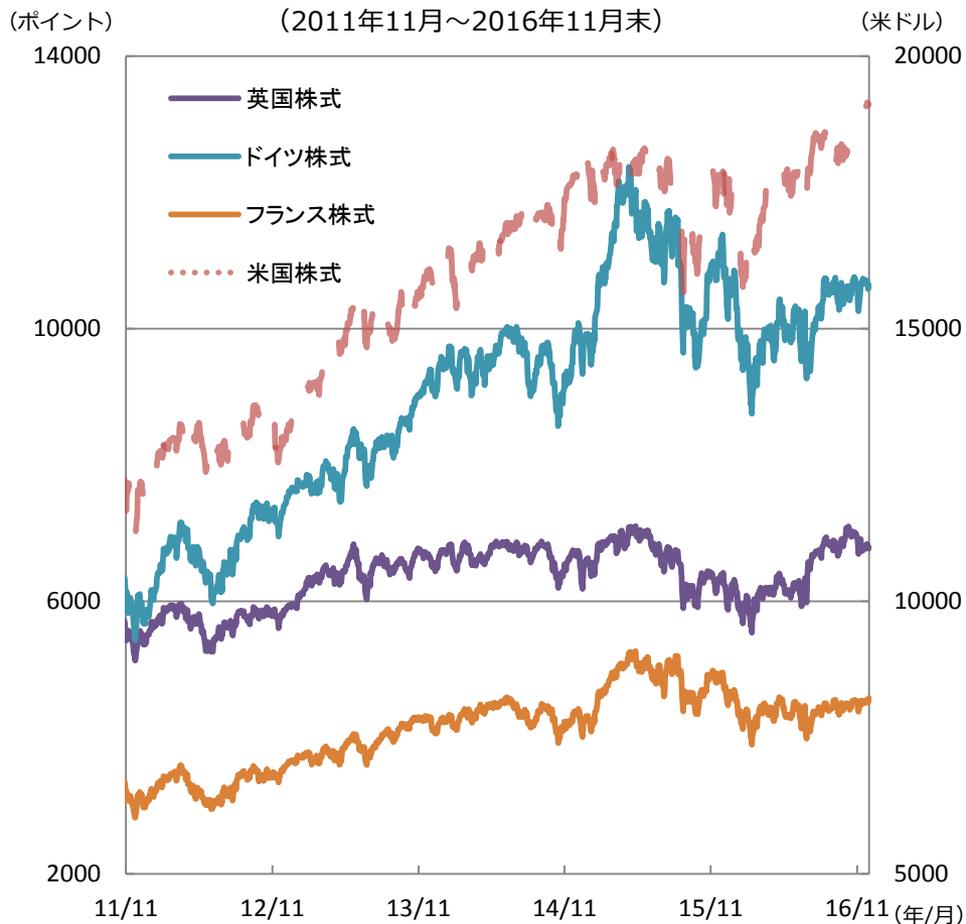
# <参考>a. 欧州株式の魅力

■ 欧州債務危機(注)を脱した欧州株式相場は、概ね堅調に推移しています。

(注) 2011年後半から2013年頃にかけて広まったユーロ圏各国市場の動揺

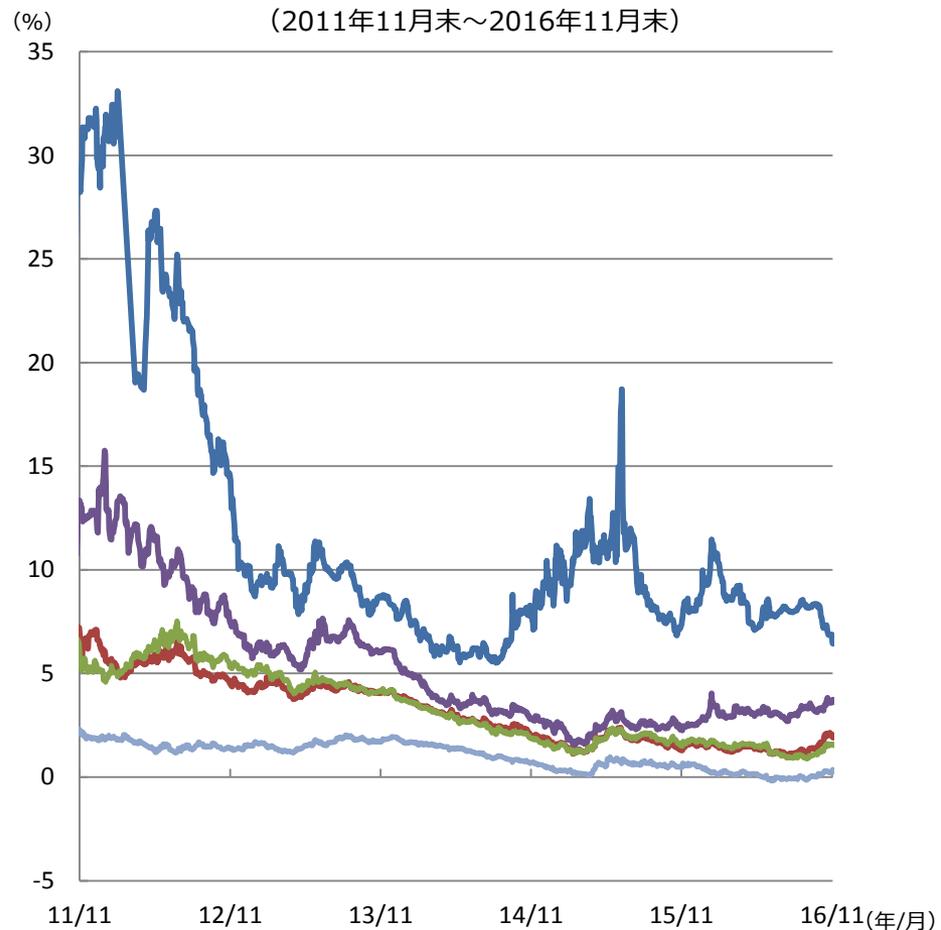
■ 債務危機で急上昇したギリシャ、ポルトガル等の国債利回りは足元低下し、過度な市場の不安はみられません。

## 欧州 株価指数の推移



※英国株式はFTSE100、ドイツ株式はDAX、フランス株式はCAC40、米国株式はNYダウを使用

## 欧州 10年国債利回りの推移



出所：FactSetデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

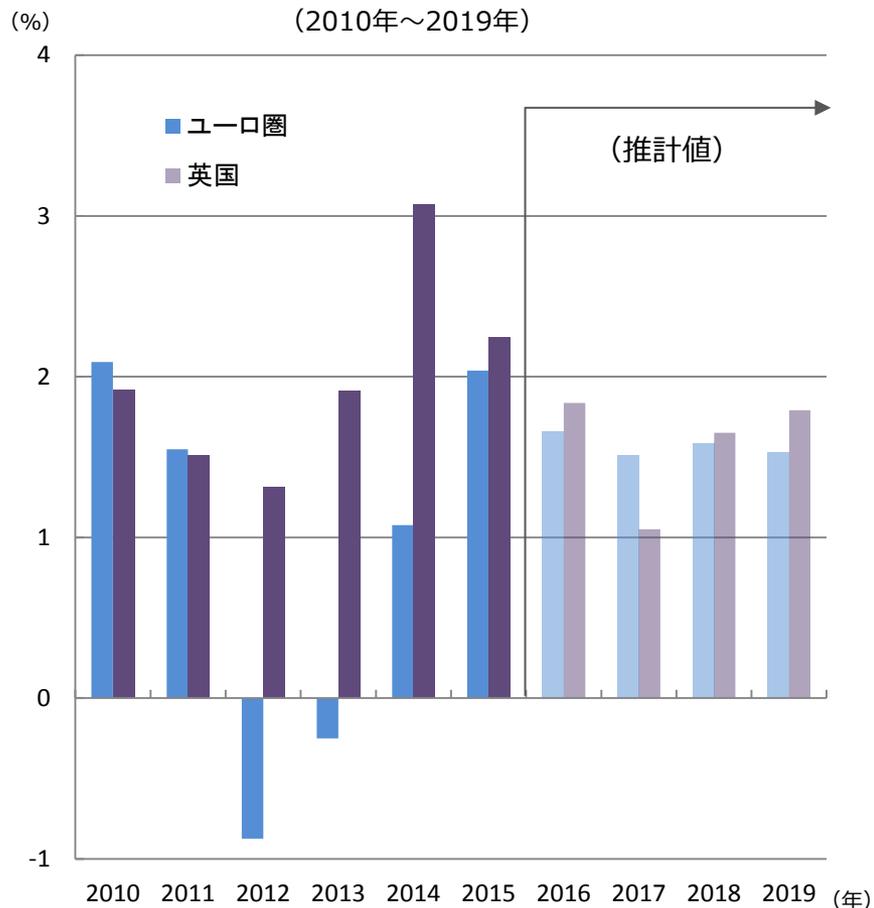
※当資料の内容は作成時点における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。

巻末の「当資料に関してご留意いただきたい事項」を必ずご覧ください。

# <参考>a. 欧州株式の魅力

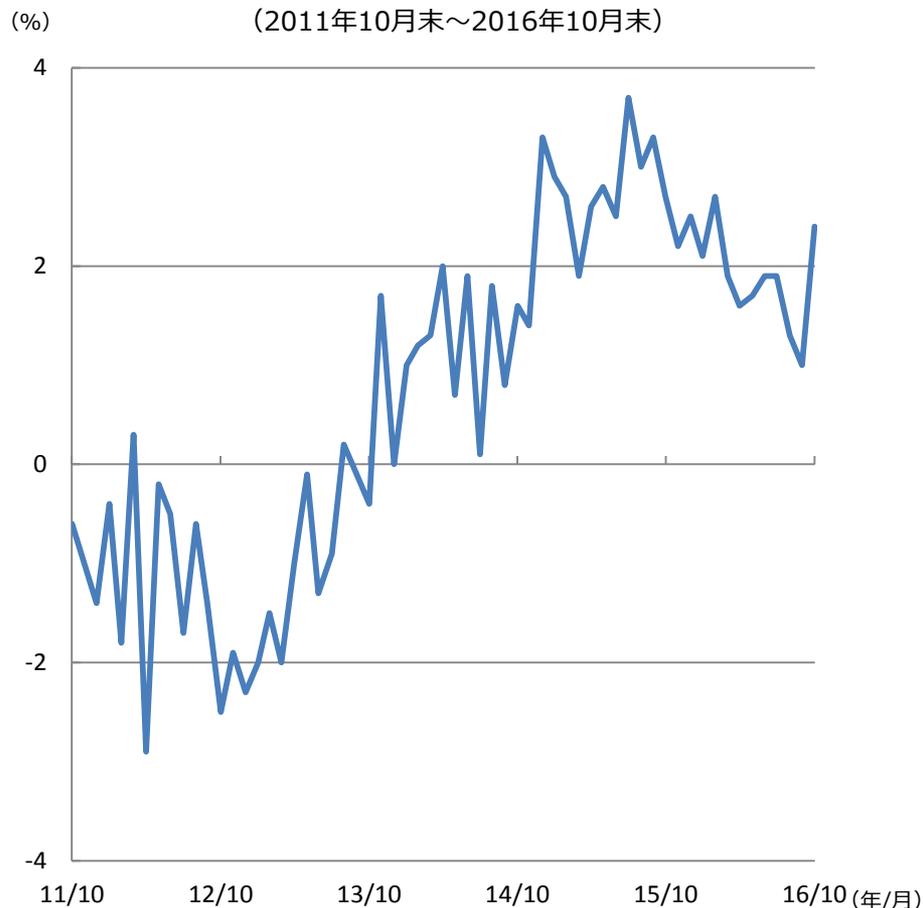
- ユーロ圏や英国の実質GDP成長率は概ね持ち直しつつあり、先行き緩やかな景気拡大が見込まれます。
- 失業率の低下を背景に個人消費がけん引役となり、ユーロ圏景気は持続的な好循環に入りつつあります。英国では今のところ景気悪化の兆しはみられません。

## 欧州の実質GDP成長率



※2016年以降は推計値 (IMF) となります。推計値は今後変更されることがあります。

## ユーロ圏の小売売上高 (前年同月比)



出所：FactSetデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

## <参考>b. 今後の政治イベント

- Brexit（英国のEU離脱）問題では、英メイ新政権と、ドイツを中心としたEUとの交渉がスムーズに進むかが焦点となります。
- 欧州各国の選挙では、難民問題を抱える国々での極右勢力などEU懐疑派の支持率や投票結果が注目されます。

### 欧州主要国の今後の選挙日程等（予定）

2017年	・ 3月	 オランダ議会選挙
	・ 4月～5月	 フランス大統領選挙
	・ 6月	 フランス議会選挙
	・ 9月	 ドイツ総選挙
2017年以降（注）		 英国 E U 離脱交渉開始

### キーワード

- ◆EU懐疑派の台頭  
2017年には、ドイツ、オランダで議会選挙が、フランスでは大統領選挙があります。EU懐疑派政党が台頭しており、政治不安が経済に対して悪影響を与えないか懸念されます。一方、英国国民投票後の混乱が反面教師となり、離脱ドミノの恐れは遠のいたともいえます。
- ◆Brexit（ブレグジット、英国のEU離脱）問題  
2016年6月に行われた国民投票でのEU離脱派の勝利により、キャメロン首相は辞任。後任には穏健な残留派であったメイ氏が予想外に早く新首相に就任しました。英国とEUとの離脱交渉が早期に進展すれば、これまで米国株価と比べた出遅れ感の主因となってきた政治面での不透明感が払拭され、欧州株式市場に追い風となりそうです。

（注）：フランス・ドイツの選挙戦への悪影響を回避するため「2017年3月頃までに英国メイ首相は交渉を開始する」との観測も有力です。

出所：各種報道資料をもとに明治安田アセットマネジメント作成

## <参考>c. 難民問題と“EU離脱ドミノ”論

- 難民急増への対処は、経済的プラス効果（投資拡大、個人消費下支え、労働力人口増）だけでなく欧州統合を深化させるEU改革につながり、中長期的な欧州株式のプラス要因とみられます。
- 国民投票結果を受けた英国国民の動揺が他国での離脱気運を削いだことに加え、失業率が改善しつつある経済情勢では、排他的な極右勢力が多少躍進しても“EU離脱ドミノ”は広がらないとみています。

### <欧州首脳取り組み>

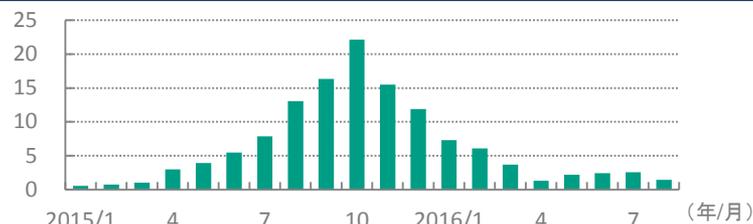
- ・ 欧州首脳は、2015年夏に急増した難民の流入抑制に成功しつつあります（右図参照）。難民受け入れ施設整備等で財政支出が増加し、難民による個人消費増加、ひいては労働人口増加という経済的効果が見込まれます。
- ・ 難民問題への取り組みを契機として独仏首脳は、英国国民投票結果を左右した反EU感情を抑えるため、加盟国に対するEUの権限をより狭い、重要な分野（経済、移民、防衛など）に限定することで求心力を高める方向性で欧州統合を深化させるEU改革に着手しています。

### <排他的な極右勢力の躍進余地は限定的>

- ・ 英国国民の動揺をみてオランダでは、躍進しつつあった極右の自由党党首が「EU離脱国民投票を実施せよ」との主張を控え、EU改革を主張するようになりました。
- ・ 英国では7月の個人消費が堅調であるなど、懸念された程の景気悪化はみられません。ユーロ圏でも景気悪化の兆候はなく、失業率の改善傾向が鮮明です。「移民が職を奪う」として攻撃されやすい、かつての高い失業率は是正が進んでいます。国民の不満の受け皿となる極右勢力の躍進を抑制する経済情勢になっています。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司

### 地中海を渡ってEUに流入した難民の数（単位：万人）



出所：国連難民高等弁務官事務所（UNHCR）のデータをもとに明治安田アセット作成

### 《コラム 難民に対する国民感情》

- ・メルケル独首相は、政治的難民は上限を設けず受け入れる人道的な姿勢を崩しておらず、ドイツが最大の難民受け入れ国となっています。かつて排他的なナチス台頭で大量の難民を生み出し、各国に受け入れてもらった“恩返し”との国民感情が根強いようです。
- ・第二次大戦後や東西ドイツ統合後の復興を下支えしてきたのは、トルコ等から流入した多数の移民でした。
- ・ドイツ社会では移民に対しても差別的言動はタブー視されています。移民に批判的な露骨な言動でドイツ連邦銀行（中央銀行）の現職の理事が辞任に追い込まれた事例もあります（2010年）。極右勢力が多少躍進しても、一大勢力になることは許さない国民感情があるようです。

# 当資料に関してご留意いただきたい事項

- 当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料（交付目論見書等）ではありません。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。また、当資料の記載内容、グラフ、数値等は資料作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料の運用実績に関するグラフ・数値等は、過去の実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点における筆者（チーフストラテジスト・杉山）の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。
- 当資料にて使用した指数・統計資料等に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。各主体は、当ファンドの運用成果等に関し、一切責任はありません。