

7

アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞 察

2017年7月

グローバル・ビュー

欧州株を検討すべき5つの理由

投資家のための主要ポイント

- 政治リスクは続いているものの、エマニュエル・マクロン氏が当選し、アンゲラ・メルケル氏の再任が有力視される中、EU経済の2大中核国家であるフランスとドイツの結束の強化が期待されます。
- 欧州株のバリュエーションに妙味があると見ています。特に、向こう数年間、債券のリターンがマイナスになる可能性が高い中、欧州を拠点とする投資家にとっては魅力的です。
- 欧州では、世界の投資家に対して、健全な配当や割安なバリュエーションを有する国際的企業への投資機会が提供されています。
- さらに、ユーロと英ポンドという過小評価されている通貨への投資機会もあります。

「ヨーロッパ合衆国」(USE)は、第二次世界大戦の終結後、この地域が長く痛みを伴う再統一と再編への道のりを歩み始めてからの未完の構想です。金融危機の後遺症が和らぎ、政治リスクが鎮静化している現在、欧州では投資家にとって最も魅力的な投資機会が提供されています。



ニール・ドウエン
グローバル・ストラテジスト

USEへの道のりは常に平坦なものではありませんでしたが、欧州連合(EU)の成立や統一通貨ユーロの導入など、欧州は20世紀末までに見事な進化を遂げてきました。しかし、過去10年間における欧州プロジェクトは、世界金融危機とそれに続くユーロ危機によって頓挫の一手手前の状態にありました。

幸いにも、欧州中央銀行(ECB)が介入し、EUの経済を機能させ続けることができました。今日では、緊縮財政、政治不安および低信用度に関する懸念は改善し始め、USEの実現も再び視野に入ってきてそうな状況です。これには、欧州株に対する多くの好材料が含まれています。

ヨーロッパ合衆国の実現が再び視野に入ってきて来そうな状況にあります。

欧州株を検討すべき5つの理由

1. 世界の他地域の株式と比較して魅力的なバリュエーション

欧州のGDPと人口は米国を上回っており、多くの欧州企業は欧州域外で利益を生み出しています。では、これほど多くの欧州企業、特に金融、公益事業および電気通信サービス・セクターの企業が、米国の競合他社と比べて大幅な安値で取引されているのはなぜでしょうか？米国企業のシラーPERが4月にほぼ30倍であったのに対し、欧州企業は18倍をやや上回る程度と、はるかに低い水準でした。欧州株の人気の大きき落ち込んでいる現在、投資家にとっては、逆張りのチャンスがあります。

2. 債券の低金利または無金利により、この地域での「安全なリターン」はほぼ皆無。

ECBは、借入コストをマイナスにするために金融政策と債券買い入れ政策を極めて効果的に利用しています。このため、デンマークやスイスを含む他の欧州の中央銀行も、自国でマイナス金利を導入せざるを得なくなっています。この結果、欧州の投資家は、単に欧州の債券でプラスのリターンが期待しにくいという理由から、間もなく債券から株式への「大転換」を余儀なくされるかもしれません。仮にこうしたことが起これば、英国を除く欧州は米国、英国やアジアと比較し、伝統的に株式に投資する割合が低い投資文化を有するため、よりいっそう注目度が高まります。幸いなことに、欧州株やオルタナティブ投資（インフラ債券など）は、魅力的な利回りの代替投資先を提供しているため、より切り替えが容易になるかもしれません。

欧州投資家にとって伝統的な収益源が魅力を失う一方、株式とオルタナティブ投資の人気の高まるかもしれません。

3. 欧州経済は、ようやく回復基調に

近年、EUは緊縮財政と金融システム崩壊と戦ってきましたが、確固たる地位を築いてきたドイツの輸出を除き、

EU諸国は、国内の成長を探るべく苦心を重ねてきました。その結果、EUの名目GDP成長率（インフレを考慮しない）は、1～2%の範囲にとどまっています。しかし、現在、欧州は消費拡大、投資改善、失業率低下による正のスパイラルを享受しており、EUの名目GDP成長率は今や約3%となっています。間近に迫るイタリアの選挙や英国の欧州離脱（ブレグジット）の交渉など、欧州にはまだ課題は残されていますが、レバレッジが過剰な米国と比較し、レバレッジが低く、貯蓄も多く、消費拡大の余地も大きい状況にあります。

4. 6年間下がり続けた企業収益の回復

米国の競合他社と比べ、欧州企業の経営は、一般的により長期的な業績を重視しています。大まかに言えば、欧州のバランスシートはレバレッジも低く、一般的に企業経営者は革新と生産性を高めるために投資を決めます。このため、欧州の企業は、より長期的な企業戦略による恩恵を享受することができる状況にあります。その結果、今後数年間において、欧州株は年間8～10%のリターンをもたらす可能性があると考えられており、そのうち50%近くは、配当収入によるもので、ボラティリティも低くなるであろうと予想しています。

欧州株の中でも、防衛セクターの銘柄は注目する価値があります。NATOの支出に関するドナルド・トランプ大統領の最近の発言を受け、欧州委員会のジャン＝クロード・ユンケル委員長は、防衛については各国が自立する必要があると繰り返し強調しました。これは、欧州全体での防衛支出が増加することを意味すると解釈することができます。

EUのユンケル氏が支出増加を促したことにより、欧州の防衛セクター銘柄は注目の価値があります。

5. 欧州の通貨は、割安で魅力的

米ドルは、世界の多くの投資家にとって安全な逃避先になっていますが、その天井はすぐそこまで迫っているかもしれません。ブレグジットをよそに、ユーロと英ポンドはかなり過小評価されているように思われます。弊社は、世界

の投資家が、「割高な」米ドルを手放し、より魅力的で、高利回りで、投資対象として優れた欧州の資産に投資すると予想しています。欧州企業とのM&Aの高まりがこれを裏付けています。

米ドルの天井はすぐそこまで迫っているかもしれません。

継続する政治課題に注目

2017年の経過とともに、ブレグジットと米国大統領選でのトランプ氏の当選によって始まったポピュリストの衝撃波は、収まりつつあるように思われます。しかし、欧州は、まだ決して危機を脱したわけではありません。

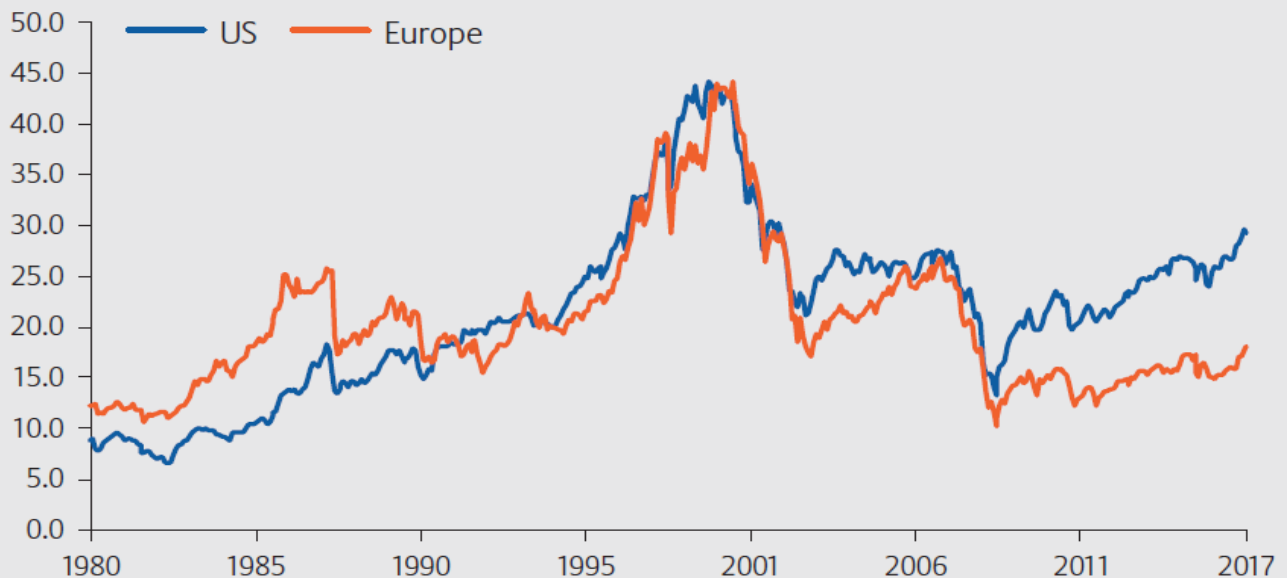
- 英国総選挙の結果は、政治情勢において、まだまだサプライズが起こりうるということを再認識させるものでした。ブレグジットの終結にはまだ程遠く、交渉の行く末とその結果を見定めるのは困難な状況です。
- イタリアは、まだまだEUを揺るがし、ユーロを脅か

す可能性があります。来春の選挙に先だち、イタリアは政治的な停滞の継続と、必要とされる改革を可決できない状況に直面しています。強硬的な反欧州の結果となるリスクは現実のものです。

しかし、フランスでマクロン氏が大統領に当選し(同氏が率いる党が新たに得た過半数の議席は言うまでもなく)、ドイツではメルケル首相の再任が有力視されており、これらはフランスとドイツの建設的なパートナーシップの確立につながるでしょう。強固な「メルクロン」同盟により、欧州が1950年代に始めた真の「ヨーロッパ合衆国」の実現に向けた道筋へと戻る可能性もあると思われます。

欧州企業は安値で取引されている

シラーPERで見ると、欧州と米国でのバリュエーション格差は直近で拡大している。



出所: データストリーム、Allianz GI。 2017年4月1日時点。
欧州はMSCIヨーロッパ指数、米国はS&P 500 指数を使用しています。

不可避なインフレ復活に備えるには

国内と世界の間強力な相互作用によって、世界中で低インフレ率が続いています。その一方で、雇用市場のひっ迫状況と労働報酬の関係などの長期にわたる経済関係は、調整もしくは崩壊しました。米国の失業率の持続的な低下(2009年の9.8%から現在は4.3%)が、それに見合った賃金増に結び付いていないというのが、その好例です。

継続的なインフレの追求

では、インフレはどこに行ってしまったのでしょうか？残念ながら、弊社はその一部にしかお答えできません。グレートリセッション(金融危機による大きな景気後退)以降の非伝統的金融政策が、不用意にインフレを抑制してしまったのかもしれませんが、中央銀行が総需要へのでこ入れを行った際、同時に市場の供給側も同程度またはそれ以上に強化してしまいました。世界の市場は、商品であふれかえり、世界的にディスインフレ的な供給過剰が生じ、インフレは抑制されました。

グレートリセッション以降の非伝統的金融政策が、不用意にインフレを抑制した可能性があります。

確かに、高齢のベビーブーマーたちによる消費減、富や所得の格差、企業が製品やサービスを生産・販売する方法を変えたハイテク革命など、根強い低インフレ率をもたらす、いくつかの構造的なトレンドが根付いていたのも事実です。

また、冷戦終結以降のインフレ率低下の要因として見落とされがちであったのが、新興市場の発展です。新興市場による生産能力拡大と生産性向上への投資は、2015年までに世界のGDPの25%にまで発展しました。これによって、生産能力を低所得諸国で「賃借」する方が強化するよりも安上がりになったため、民間セクターによる先



スティーブン・マリーン, Ph.D.
インベストメント・ストラテジスト

進国市場経済への投資は、縮小してしまいました。この結果、最も安上がりな新興市場の長く使える設備を利用する方が、コスト低下においてより良い選択となったのです。

新興市場の発展が、冷戦終結以降の低インフレを助長してきましたが、この要因は見落とされがちでした。

また、冷戦の終結によって、新たに世界人口の約半分が、国際市場において「自由に」競合できるようになりました。新たに加わった30億人の労働者たちは、今では先進国市場の労働者たちの従事していた仕事をめぐって直接競合するようになりました。こうした労働者たちは、所得の一部を初めて貯蓄口座に貯め込むことができるようになるため、生産市場では釣り合う需要増がないまま、供給だけが増加を続ける現象が起こっています。その結果、無計画な在庫と生産能力の余剰が発生しています。

来るべきインフレ復活へのプランニング

いずれは、均衡がとれ、持続可能な形で、総需要が供給に追いつき、インフレ率がもう少し高い水準で安定する時が来るでしょう。それは、米国のより持続可能な人口増や、より優れた財政政策もしくは税制改革、または成長を続ける新興市場の中産階級によってもたらされるかもしれません。供給過剰の時代は永久に続くもので

はなく、いずれ将来どこかの時点でインフレが「需要牽引型」のインフレとなる時が来るでしょう。

一方、一部の投資家は、物価レベル上昇に対する脆弱性、そしてポートフォリオを守る方法の検討を始めています。もちろん、伝統的な資産配分に対するインフレ対策を加味することによって期待リターンが改善される可能性は低いいため、少なくともインフレ率上昇を確信できるまでは、あえて、インフレ対策をしないことを選択する投資家もいるでしょう。

インフレと戦うための8原則

インフレリスクをヘッジすることを決めた投資家は、以下の原則のいくつかに沿って行動することが賢明でしょう。

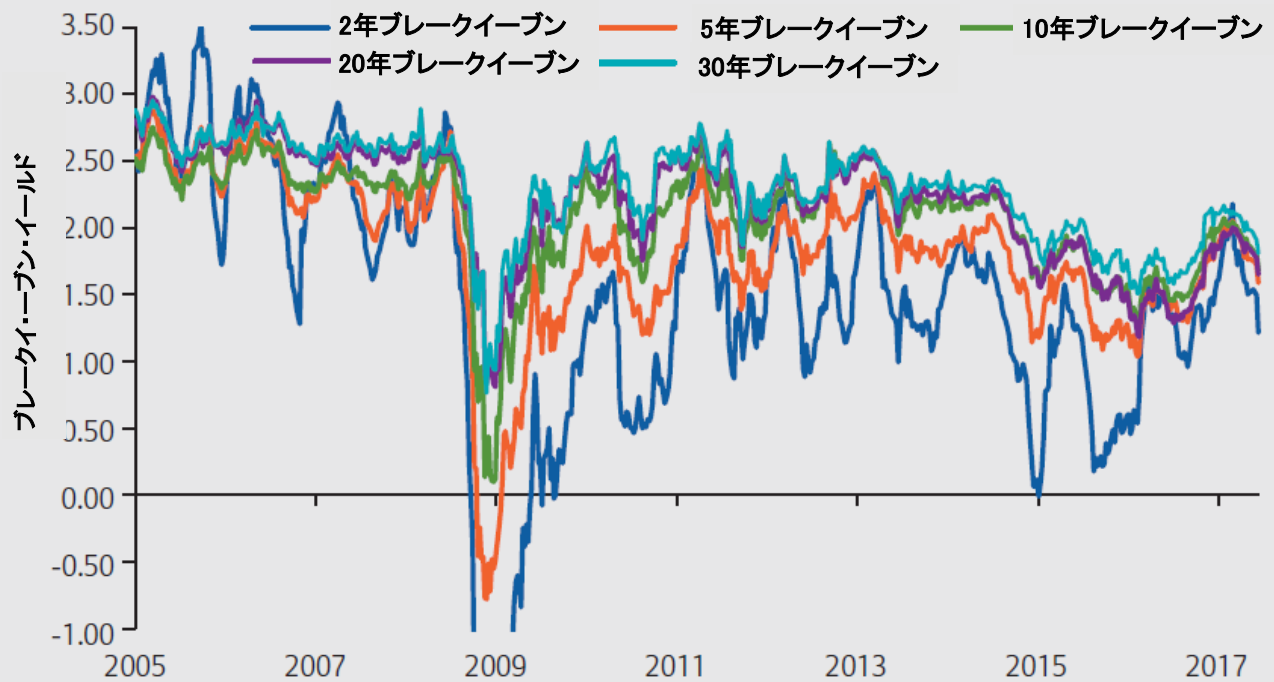
- 1つのアセットクラスや戦略によって、最適なインフレ・ヘッジは得られません。多くの資産は、それぞれある程度のヘッジ効果を持っていますが、その効果にはばらつきがあるのも確かです。最適なインフレ・ヘッジを得るには、多様なアセットクラスを組み合わせる必要があります。
- 最適なインフレ防御策のための資産配分を決定する際に、賢明な投資家は保有資産が保有負債とどの程度一致しているかに気を配ります。インフレによって負債が増えるほど、インフレに対するエクスポージャーも大きくなり、そして賢明な防御策を講じる必要性も増します。
- 物価スライド式給付のない年金プランの場合、インフレ・ヘッジへのエクスポージャーはさほど必要ありませんが、物価スライド式の給付を含む年金の場合は、インフレと連動する負債が大きく、より手

厚い防御策が必要になります。

- より低リターンのインフレ・ヘッジへの配分でさえも、年金プランが資金不足となっている中では、賢明かもしれません。
- 収入関連資産(将来の個人の賃金や基金の調達資金)は、インフレ率上昇の恩恵を受け、自動的なインフレ・ヘッジとなります。このような資産の少ない投資家には、より手厚いインフレ防御策が必要となります。
- 個人投資家では、リスク回避が控えめな投資家ですら、インフレ防御資産への平均的な配分は、ライフサイクルが進むにつれ収入が減少するため、年齢とともに増加する傾向にあります。
- インフレ防御策の原動力は、自らの支出ニーズに対応するために必要なレベルを超える資金を持っている投資家とそうでない投資家の間で異なります。余裕資金がほとんどない投資家ほど、より手厚いインフレ防御策を必要とする傾向があります。
- すべての個人投資家の間で、インフレ・ヘッジによる節税効果は異なり、ポートフォリオ調整のタイミング、構成および規模に影響を及ぼします。インフレ防御策を講じる上で、税務上不利な影響が避けられないのであれば、投資家はインフレリスクをヘッジするためのポートフォリオ調整を縮小するか、いっそのこと止めることを考えた方がよいかもしれません。

ブレイク・イーブン・イールドの低下は続いている

期間全体で、インフレ時に物価連動国債をアウトパフォームするために必要なイールドは低下している。



出所: Bloomberg、Allianz GI。2017年6月16日時点。

アクティブ投資

アクティブになるべき3つの理由

最近、アクティブ運用業界が、それ相応の苦難に見舞われているということは、周知の事実です。米国では2016年に、5,000億米ドルがパッシブ運用のインデックス・ファンドへと流入し、一方アクティブ運用ファンドからは3,400億米ドルが流出しました。しかし、この動きは、注目すべきではありませんが、次の3つの理由から間違った動きであると弊社は考えています。

1. 市場サイクル全体を通じて、アクティブ・マネージャーは成果を残してきている。

まず、投資戦略の正当な評価は、市場サイクル全体を対象としなければなりません。2012年のロバート・ベアード氏の調査によれば、1年間では59%のマネージャーが資産価値を増加させていましたが、5年間で測



グレッグ・メイヤー
シニア・インベストメント・ストラテジスト

定した場合には、73%が資産価値を増加させていました。これは現在のサイクルが異常に長期化していることから、特に今の状況にも合致するものです。S&P500インデックスは、金融危機が8年以上前に終了して以来、下げ相場を経験していません。わかりやすく言えば、この80年で最悪だったグレートリセッションからの回復は、米国史上3番目に長い景気拡大に相当し、S&P500史上2

番目に長い上げ相場となっているのです。この事実は、市場が2009年3月に底を打って以来、リスク資産を浮揚させた上昇相場が、アクティブ・マネージャーがその専門性を発揮してきたダウンサイドへの防御策の必要性を同時に縮小させてしまったことを意味しています。事実、2000～2002年のITバブル崩壊後の不況や、2008～2009年の金融危機において、米国の大型株アクティブ・マネージャーは、同分野のパッシブ・マネージャーに対し、それぞれの期間で471ベースポイントと100ベースポイントアウトパフォーマンスしています。彼らは世界でも特に競争の激しい市場でアウトパフォーマンスを達成しました。

テクノロジー市場の不況および大金融危機において、米国の大型株アクティブ・マネージャーは、同分野のパッシブ・マネージャーをアウトパフォーマンスしました。

企業のファンダメンタルズ分析は、アクティブ・マネージャーが、地平線の雲行きが怪しくなった時点で危険を察知し、嵐を切り抜けるために役立つものである、という信念を弊社はもっています。アクティブ・マネージャーは、アンダーパフォーマンスしている資産の組み入れ比率を引き下げるか、単純に現金化することによって、ボラティリティから利益を得ることができます。市場が厳しい状況になれば、パッシブ投資商品は、連動しているインデックスのダウンサイドの影響を丸ごと受けるだけでなく、手数料を計算に入ればインデックス自体の損失よりアンダーパフォーマンスすることになるのです。

2. 流動性の問題が、パッシブ戦略に問題をもたらす可能性がある。

2つ目として、パッシブ運用へのシフトには、パッシブ商品の展開方法による問題があります。パッシブ投資家は、しばしばインデックス・ファンドを戦略的な理由でなく、戦術的な理由で購入します。つまり、ポジションを瞬時に動かすことを考えているということです。しかし、市場のボラティリティが高くなった時には、効率的な取引

ができるだけの十分な流動性が常にあるとは限りません。その典型的な例が、2015年8月24日に発生した「フラッシュ・クラッシュ」で、この時ダウ・ジョーンズ工業株30種平均株価が瞬間的に1,000ポイント近く下落したのです。サーキットブレーカー（取引停止）が1,300回近く発動され、人気の高い上場投信（ETF）の一部が、その原資産から切り離される状況となりました。例えば、総額25億米ドルの米国の生活必需品ETFは、その対象企業の株価が9%下げただけであった一方で、32%もの価値を失いました。明らかに、流動性が高いものと投資家が思い込んでいる商品が不適切なタイミングで取引されると、桁外れの損失につながる可能性があります。

変動の大きい市場においては、パッシブ投資家が効率的な取引をするための十分な流動性が常にあるとは限りません。

3. パッシブ投資は、中央銀行の金融刺激策の恩恵を受けるが、これは正常化に向かい始めている。

3つ目として、パッシブ・マネージャーは、中央銀行による前例のない金融刺激策による恩恵を受けてきたという事実があります。金融危機以来、主要な中央銀行は、揃って金利を史上最低レベル、さらにはマイナスの領域にまで引き下げました。また、こうした中央銀行は「量的緩和」などの資産購入プログラムを導入し、これが根本的な価格発見プロセスをゆがめてきました。この、津波のように押し寄せる刺激策によって、資本市場はおしなべて活況を呈し、資産の種類を越えた相関関係を促進しました。このことが重要なのは、相関関係が低い場合、株式はより企業に固有の特性に基づいて取引されるはずだからです。相関関係が高い場合、企業のファンダメンタルズ、そしてアクティブ・マネージャーが貸借対照表や損益計算書、配当性向などをもとに精査する仕事は、問題にならなくなってしまうのです。

資産購入プログラムは、パッシブ戦略に法外な恩恵をもたらしましたが、これは永久には続きません。

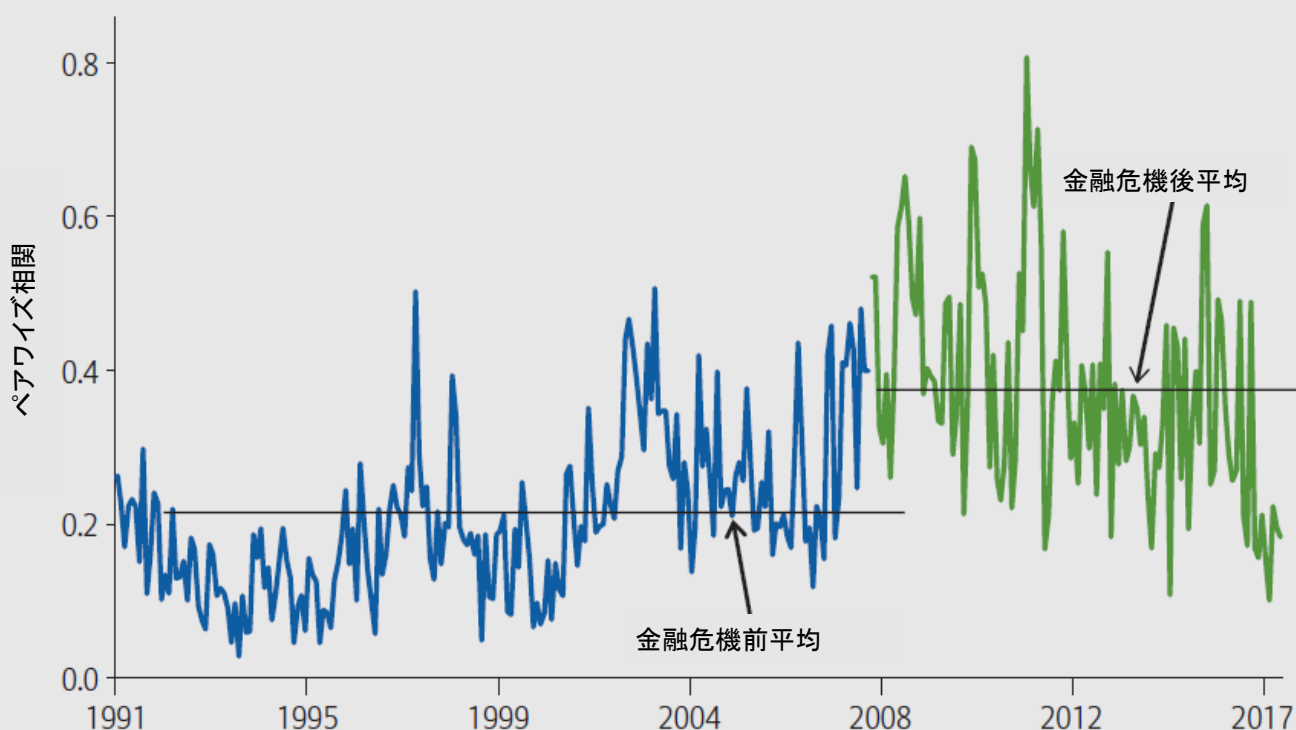
この観点から、中央銀行が金融政策を正常化しているか、またはそれを検討しているか、見定めることが推奨されます。米国の雇用状況が堅調で、インフレが徐々に安定しつつある中、米国連邦準備制度理事会は、利上げを実施し、バランスシートの縮小を目論んでいます。一方、欧州中央銀行の幹部らは、量的緩和の段階的な縮小について議論しています。さらには、日銀でさえ、

「イールドカーブ・コントロール」プログラムによる資産の買い入れを減らしているのです。

金融緩和の後退は、景気サイクルにおける自然な流れです。これが現実化していることから、資産の種類を越えた相関関係は弱まり、アクティブ投資の必要性が浮き彫りになってくるはずです。

株式の相関は、金融危機後、2倍近くまで上昇している

S&P500指数; 1991年1月～2017年3月



出所: FactSet、Allianz GI Economics & Strategy。2017年3月31日時点。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社(以下、当社)の所属するAllianz Global Investors グループ(以下、AllianzGI Group)が作成する洞察を当社が翻訳したものです。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその完全性を保証するものではありません。
- AllianzGI Group各社はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における資料作成会社の見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。

投資顧問契約および投資一任契約のお客様は以下をお読みください。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する年間報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品(デリバティブ取引等)は、様々な指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第424号

一般社団法人日本投資顧問業協会に加入

一般社団法人 投資信託協会に加入