

## 市川レポート (No.23)

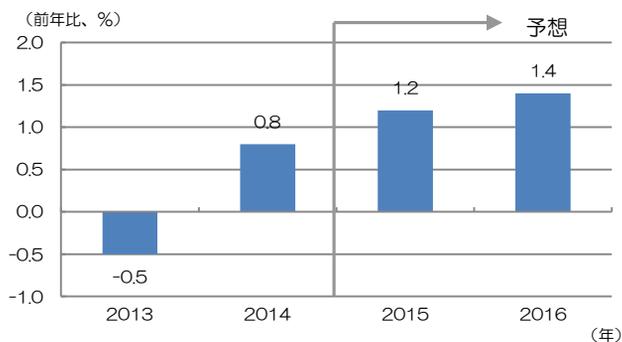
## 世界の株式市場を俯瞰する (その4: 欧州編)

前回のレポートでは米国株の現状分析と今後の見通しについてお話ししました。米国のマクロ環境は良好ながら、利益の伸びの見通しや価格水準を勘案し、株式の値上がり益に加え配当収入を期待すべく配当利回りを考慮するという考え方をご紹介しました。今回は欧州株に注目し、市場環境の整理と相場の展望を解説します。

## ユーロ圏経済は足元で成長ペースが加速

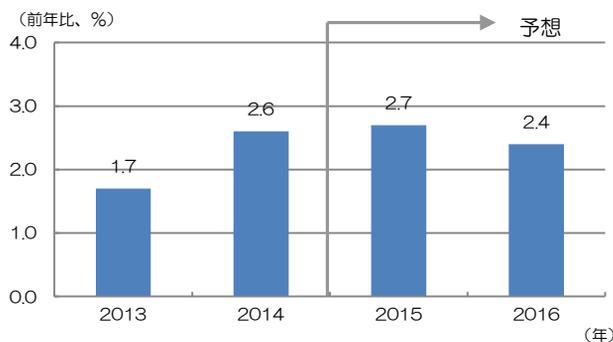
はじめに欧州のマクロ環境からみていきます。ユーロ圏については、2月24日付のレポート「ユーロ圏経済と金融市場の展望 (その2)」で解説した通り、現時点で小売りの伸びや消費者信頼感の回復、製造業PMIの改善、そして貿易黒字の拡大が確認されており、ウクライナ情勢やギリシャ問題などの材料を消化しつつ、経済の成長ペースは足元で加速しつつあると考えられます。しかしながら経済全体の総需要と供給力の差であるGDPギャップはマイナス傾向が続いていることから景気回復は力強さに欠け、物価は依然下がりやすい環境にあると思われます。欧州中央銀行 (ECB) は今月から本格的な量的緩和 (QE) を開始しますが、極めて緩和的な金融政策が長期にわたって続くと考えられます。2015年のGDP成長率は1%前半の回復が予想され (図表1)、ユーロ圏のマクロ環境は株式市場にとって悪くない状況と考えます。

【図表1: ユーロ圏の実質GDP成長率】



(注) データ期間は2013年から2016年。2015年と2016年はIMF予想。  
 (出所) IMFのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2: 英国の実質GDP成長率】



(注) データ期間は2013年から2016年。2015年と2016年はIMF予想。  
 (出所) IMFのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 英国経済は底堅い成長が続く見通し

次に英国経済の概況を確認しておきます。労働市場に目を向けると、昨年10-12月の失業率は5.7%と約6年ぶりの水準まで低下し、雇用増加と賃金上昇の傾向が確認されるなど、堅調な動きがみられます。2月の消費者信頼感指数は2007年9月以来の高水準を維持しており、エネルギー価格の下落を背景とする実質所得の増加が、個人消費の拡大につながるとみられます。一方、住宅価格は住宅ローンの規制強化により昨年半ばから低下傾向が顕著になっていますが、昨年末には住宅取引税の引き下げが発表されたことなどから、英国の住宅市場は過熱感が後退するにとどまり、低迷するまでには至らないと思われます。企業の生産活動は、ユーロ圏向け輸出が低調で、企業の設備投資に対する姿勢も慎重であることから、回復までにはしばらく時間がかかるとみられます。物価については原油安を主因にしばらく下げ圧力が強まることから、現行の緩和的な金融政策が続くものと思われます。以上より、2015年の英国GDPは2%台の成長が見込まれ（図表2）、株式市場には好ましい環境と考えます。

## 欧州企業の業績見通しは総じて良好で、ドイツ株は相対的に割安な水準にある

次に企業の業績見通しについて整理しておきます。トムソンロイター社の調査によれば、2月26日時点でストックス欧州600指数を構成する600社のうち163社が2014年10-12月期の決算発表を行いました。利益がアナリスト予想を上回った企業はそのうち50%で、平均的な数値の48%を上回っています。また2014年10-12月期における指数全体の1株当たり利益（EPS）の伸び率は、前

【図表3：ストックス欧州600指数と業種別の1株当たり利益予想】

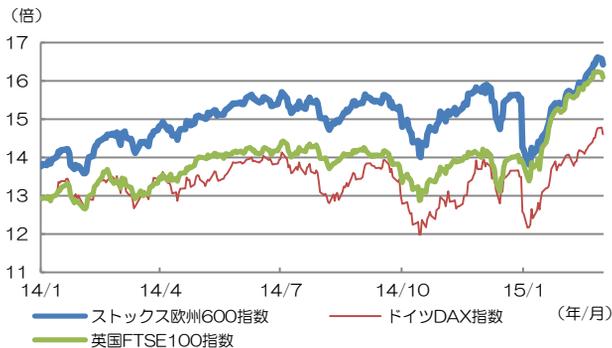
	2014年	2015年				2014年	2015年
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	通年	通年
素材	35.2	78.8	44.1	2.4	6.6	10.5	5.4
一般消費財・サービス	17.6	14.3	5.5	11.1	43.1	7.4	17.7
生活必需品	-16.5	11.8	14.7	5.9	20.7	10.2	-2.2
エネルギー	-23.9	-58.0	-57.9	-49.0	-9.7	-2.8	-36.0
金融	429.3	53.7	41.8	22.3	62.1	4.3	24.4
ヘルスケア	-8.6	-3.3	-4.9	0.5	15.9	0.3	2.4
資本財・サービス	-18.2	36.6	4.7	7.3	42.6	6.5	13.7
情報技術	19.0	20.8	9.2	15.6	10.1	39.8	14.5
電気通信サービス	-56.4	27.8	9.6	4.7	-7.5	-23.1	29.6
公益事業	-21.8	-24.4	-23.2	7.9	-4.4	-18.6	-1.6
ストックス欧州600	14.9	4.9	0.3	-2.0	25.4	2.4	7.1

(注) 単位は%。四半期は前年同期比、通年は前年比の伸び率。  
 (出所) トムソン・ロイター社のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

年同期比+14.9%と良好な数字が見込まれています。なおストックズ欧州600指数とは欧州を代表する株価指数で、ユーロ圏12カ国とチェコ、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、スイス、英国の欧州18カ国の主要企業600社で構成される時価加重平均指数です。

図表3はストックズ欧州600指数および同指数の10業種についてEPS伸び率予想をまとめたものです。米国と同様に原油安の影響でエネルギーセクターの利益見通しはかなり厳しいものとなっていますが、金融などその他の業種で堅調な利益の成長が見込まれていることから、全体のEPS伸び率は2015年通年で前年比+7.1%の増益が予想されています。米S&P500種株価指数のEPS伸び率は2015年通年で同+1.7%とみられているため、欧州株の利益見通しは米国株より良好ということになります。

【図表4：欧州株の予想PER】



(注) データ期間は2014年1月2日から2015年3月3日。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

次に予想株価収益率（PER）で株価水準を検証してみると、ストックズ欧州600指数の予想PERは3月3日時点で約16.4倍でした。これはS&P500種株価指数の約17.8倍よりも割安で、東証株価指数（TOPIX）の約16.7倍とほぼ同水準となっています。参考までにドイツDAX指数と英国FTSE100指数の予想PERをみると、同じく3月3日時点でそれぞれ約14.6倍、約16.1倍となっており（図表4）、ドイツ株の相対的な割安感が日米欧のなかで際だっていることが分かります。

**リスク要因には注意すべきも、欧州株は年内一段高の展開を予想**

最後に欧州株の見通しについてまとめておきます。ユーロ圏経済は力強さに欠けるものの回復に向かっており、英国経済は底堅い成長が予想されます。ともに金融環境は極めて緩和的であることから、マクロ経済は株式市場にとって良好な状況にあると思われます。また欧州企業の業績も堅調な利益の伸びが見込まれ、株価も相対的に割安な水準にあることから、欧州株が選好されやすい地合いはしばらく続くとみています。ただリスク要因には注意しておく必要があります。この先、原油価格が再び下げ足を速めた場合や、米利上げ開始後に市場が動揺した場合など、リスクオフ（回避）の動きが強まる材料が浮上すれば欧州株は素直に売りで反応すると思われます。またユーロ圏では、ギリシャ向

け金融支援問題は完全に解決した訳ではなく、英国では5月に総選挙を控えていることから、前半はこれらに対する不透明感の強まりから、株式相場が軟化する場面も予想されます。ただそれによって弱気相場に転じてしまう可能性は小さいとみています。現在、ドイツDAX指数と英国FTSE100指数はすでに過去最高値を更新していますが、年内を展望した場合、ともに5%~10%程度の上昇余地はあるのではないかと考えています。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友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399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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会