

2024年3月



金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第301号  
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

## 米国外株式市場の考察

### 過去のイベントから見た現在の米国外株式のバリュエーション

～過去2年間は苦戦を強いられましたが、米国外株式市場は、特に個別銘柄重視の投資家にとっては有望です。米国への一極集中は崩れるのでしょうか。

#### 要点

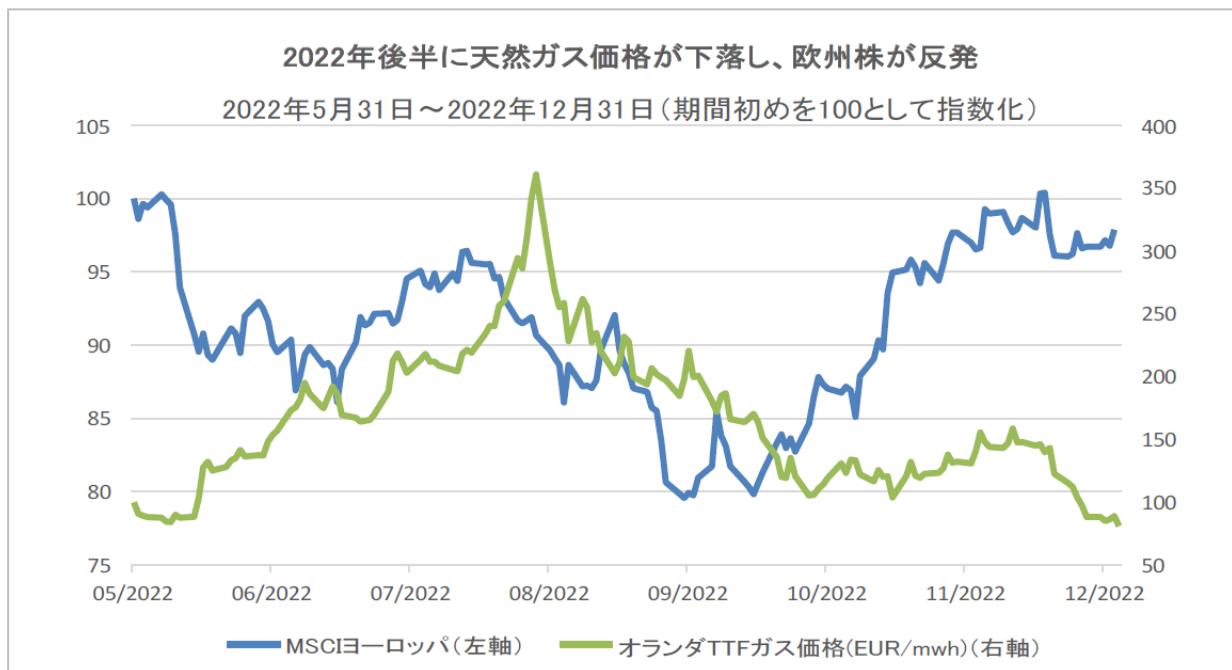
- 株式市場ではマクロ経済のテーマが注目されがちですが、そうしたテーマが広く影響しなかつたり、特定の銘柄の企業ファンダメンタルズを反映していなかつたりすることが多いのです。
- 欧州の天然ガス価格は危機的な状況にはならず、金利も予測されていたほど大きな影響を与えませんでした。従って、過去2年間の短期的な異常な動きに注目することは、長期投資家にとって生産的なアプローチではありませんでした。
- 全体として、米国外株式市場は大幅なディスカウントで取引されています。ハリス社は、厳選された多国籍企業のファンダメンタルズが過小評価されたままの欧州に、最も良い投資機会があると考えています。
- エコノミストは2023年の景気後退を予測し、多くの人が工業株や一般消費財セクターが苦境に立たされると考えていましたが、ハリス社は個別銘柄のバリュエーションに注目し続けました。

### 2023年の2つのマクロ経済のテーマによるボラティリティ（株価変動幅）上昇

マクロ経済イベントが株価の上昇・下落の原動力になるとはいえ、こうしたイベントは企業のファンダメンタルズと連動していないことが多いのです。過去2年間、グローバル株式市場では、欧州の天然ガス価格と金利という2つのマクロ・テーマが注目されてきました。それぞれは異なるものでしたが、2022年と2023年には驚くほど類似した大幅な株価下落をもたらしました。

### 欧州天然ガス価格

ウクライナ侵攻後、ロシアはEU（欧州連合）の天然ガス供給を遮断することで、EUに圧力をかけて、ウクライナへの支援を縮小させようとした。2022年9月までに、ドイツ、オーストリア、チェコ、ポーランドに供給されていたロシア産ガスの90%が停止しました。欧州の天然ガス価格は2021年初頭の10倍以上に高騰しました。その結果、欧州の株価は急速に下落し、欧州大陸の産業の空洞化が間近に迫っていることが織り込まれました。

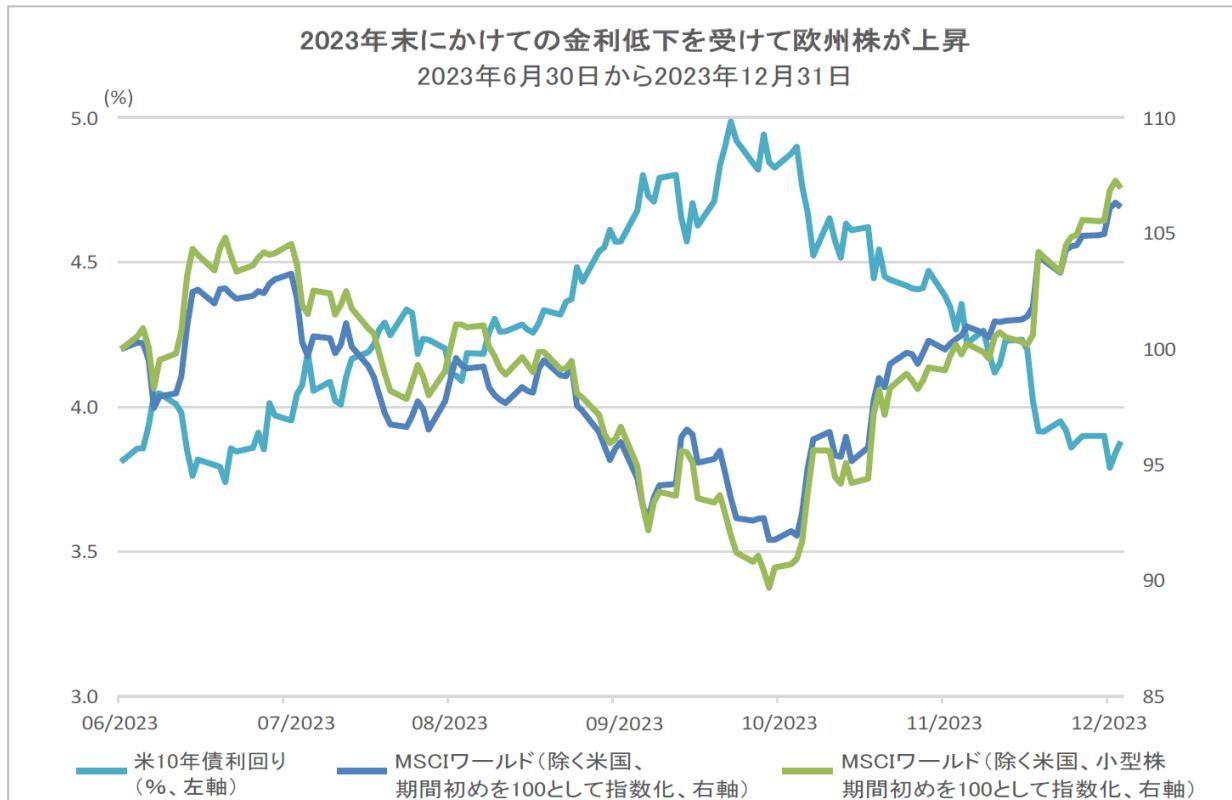


データ出所：ファクトセット。オランダ TTF ガス価格は期近物。

欧州の市民と企業は、天然ガスの需要を減らし、供給源を増やすことで、新たな課題に見事に適応しました。この時期に当社の運用チームが欧州を訪問し、現地調査を行った結果、マクロ経済のイベントにもかかわらず、企業の業績とキャッシュフロー創出力は底堅く推移していました。他の市場参加者の多くが警戒していたため、欧州の企業（高級品、世界的な工業製品、消費財メーカーなど）ではあるものの、実際には世界的な生産者・事業者である企業への魅力的なエントリーポイントとなりました。2022年末になり、この回復力が株式市場で明らかになりました。天然ガス価格は暴落しました。このため、2022年10～12月期の欧州の株価は急騰しました。インフレ（物価上昇）のピークアウトへの期待から、欧州株は他地域をアウトパフォームしました。

### 金利と良好な経済データ

世界金融危機後も「低金利が長く続く」金利環境は続き、エコノミストは毎年同じような金利のトレンドを予測しました。しかし2023年夏、先進国債券市場の長期のイールド（利回り）カーブは金利上昇を織り込み始めました。特に経済データが好調を示すと、コンセンサス（市場予想の平均値）は突然「高金利が長く続く」に切り替わりました。経済が好調になれば金利はより長く上昇し、債券利回りの上昇は企業の資本コスト（企業の資金調達に伴うコスト）を引き上げ、消費者の可処分所得を押し下げるという考え方でした。欧州株は、2023年の年初まで6ヵ月間で14%上昇した後、米ドルベースのMSCI欧州株指数で見て、ユーロ下落による悪化もあり、7月31日から10月27日の間に12%下落しました。

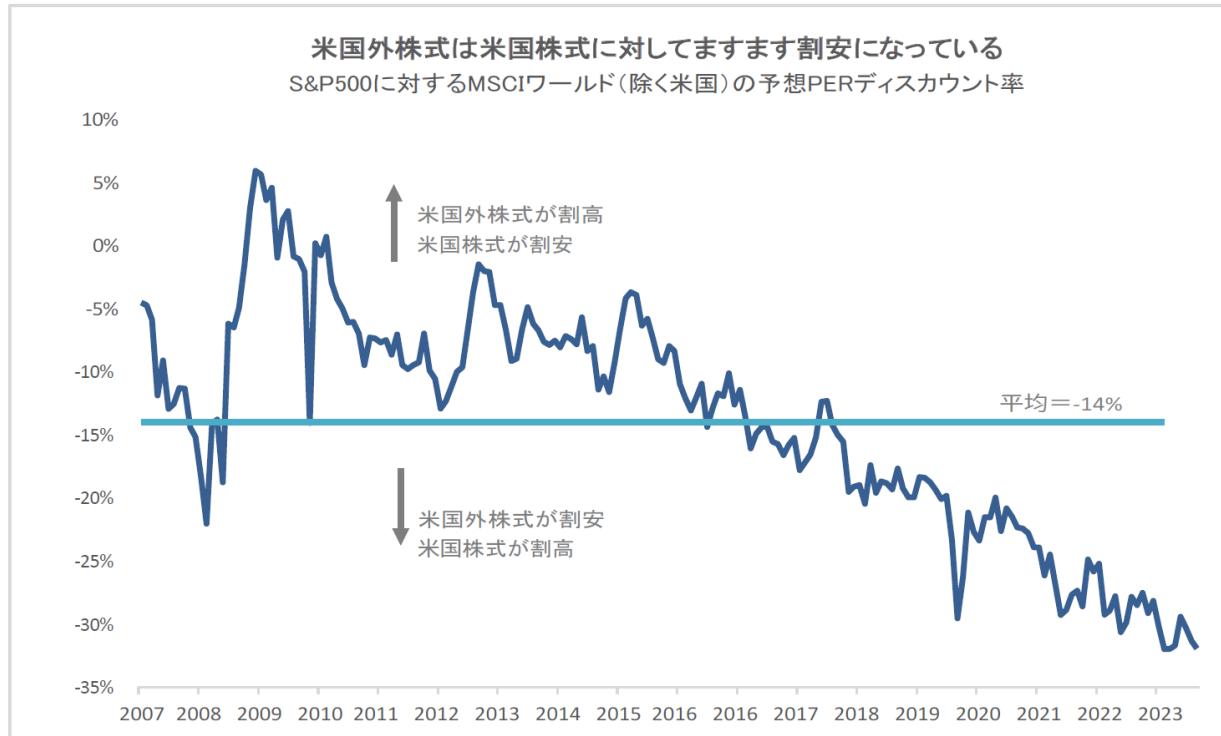


データ出所：ファクトセット。

10月末、米10年国債が2007年以来の高水準となる5%に達し、シナリオは再び変化しました。米国外株式と米国株式はソフトランディング（急激な景気後退なく、緩やかに景気を減速させて安定成長へと移行すること）に向かっているように見えました。景気後退が回避されたことで、信用不安のリスクが軽減され、インフレ率が低下したこと、FRB（米連邦準備理事会）はタカ派（物価安定重視、金融引き締め）からハト派（景気刺激重視、金融緩和）へと軸足を移しました。金利は急低下し、欧州株は再び上昇しました。

### 株式市場の主役が交代し、米国外株式市場が米国株式市場を上回る可能性

2022年9月30日から15ヶ月間、MSCI欧州株指数は44%以上上昇し、S&P500指数（36%増）を上回り、NASDAQ指数（44%増）と肩を並べました。株価上昇要因と魅力的な銘柄を見つけるには、個別銘柄のバリュエーション（株式市場での評価）を見なければなりません。企業評価は出発点が肝心です。マクロ経済が好調であったりする地域や、最近の業績が目覚ましかったりする企業に単純に投資するのは、とんでもない投資ミスだとハリス社は考えています。



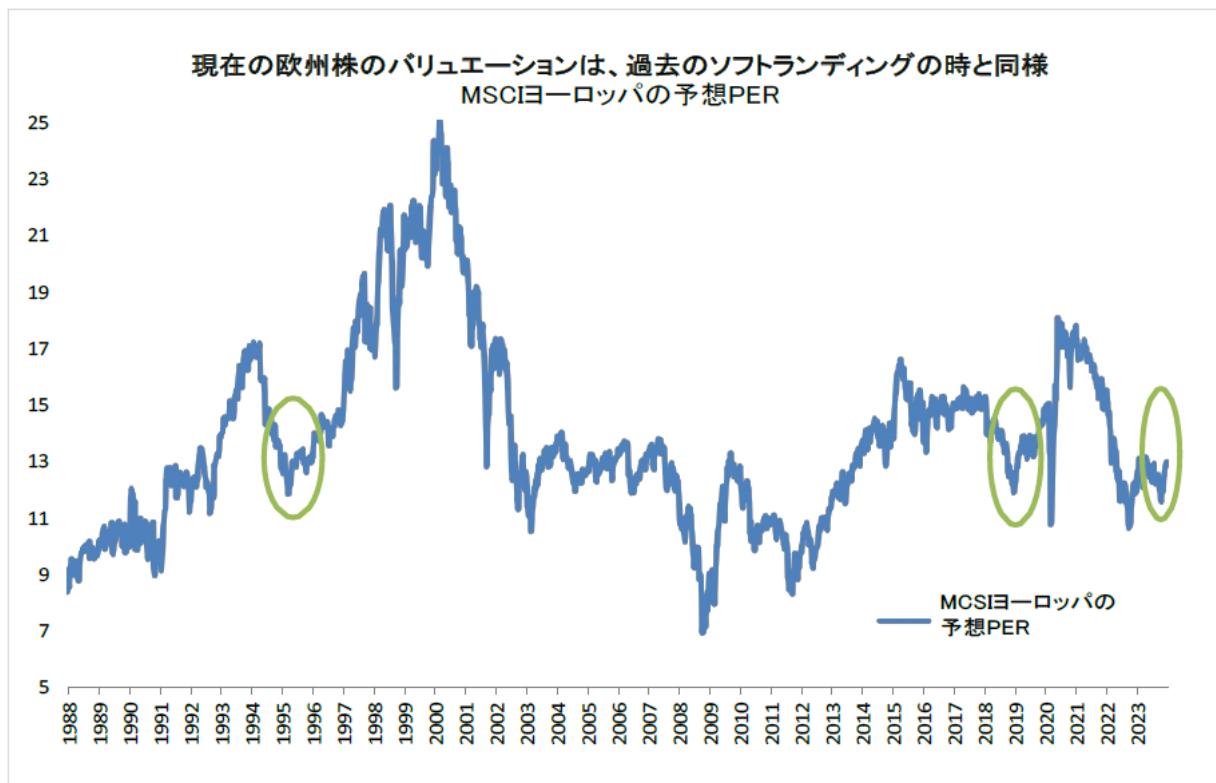
データ出所：ファクトセット。

米国外株式市場は米国市場に対してますます割安になっています。過去 5 年間で、相対的な PER（株価収益率）の割安さは倍増しています。米国株式市場のリターンはこの 10 年間、米国外株式市場を上回ってきましたが、単に最近の事例により未来を推定するだけでは、投資家はしばしば経済・市場システムのダイナミックな性質を見逃すことになります。さらに、前述のように、歴史的に見て、株価に対するこうしたマクロ・ショックは、企業価値、ひいては株価の真の決定要因である企業のキャッシュフロー創出力にはほとんど影響を与えないことが多いため、株価には極めて短期的な影響しか与えません。

### 欧州株式が主役になる可能性

ハリス社は、欧州がバリュー投資家にとって絶好の投資機会になると考えています。MSCI ヨーロッパの来年度予想利益に対するバリュエーションはわずか PER12.8 倍で、米国の S&P500 指数の PER18.8 倍をはるかに下回っています。

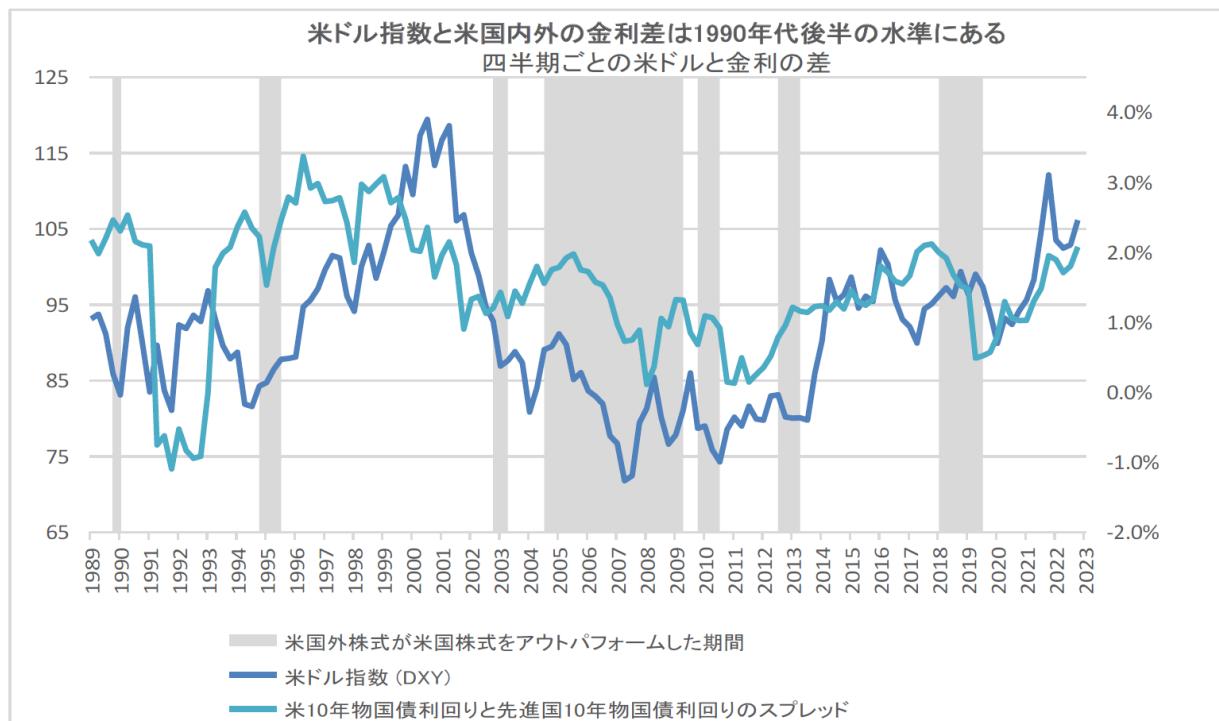
バリュエーションが低いとよく耳にしますが、欧州株を押し上げるきっかけは何でしょうか。興味深いことに、現在の欧州株のバリュエーションは 1995 年と 2019 年と同じ水準で底を打っています。いずれも、FRB が高金利政策から転じ、経済のソフトランディングを達成した時です。この 2 つのケースでは、株価収益率が安値から大きく上昇し、欧州株価を押し上げました。金融緩和政策のために収益の伸び悩みに苦しんできた欧州の銀行やその他の金融機関にとって、「永遠の低金利」の終焉は有益なはずであるとハリス社は考えています。



データ出所：モルガン・スタンレー、2023年12月31日時点

ユーロ圏の経済状況は決して好調とは言えませんが、多くの企業はグローバルな事業展開を行っており、将来の成長も大いに期待できます。欧州には、農業技術や高級品などの分野で世界をリードする企業への投資機会があります。ハリス社が保有する投資先企業のバリュエーション（株式市場での評価）が低く、企業のキャッシュフローが十分に成長することを考えると、欧州に本社を置く企業を保有することのリスクとリターンのバランスに期待が持てます。

2023年12月31日現在、米国株式が15年間アウトパフォームしている間、米ドルは強く上昇したため、米国外株式のリターンに影響を与える大きな要因は為替変動でした。この期間に米ドル指数は75から105に上昇しましたが、米国株（S&P500など）は米国外株式（MSCI World（米国株除）など）を7%アウトパフォームしました。米ドル高が米国外株式の株価に及ぼす直接的な影響は、通貨下落が反映されるため、株式資産の米ドル建てのリターンが低下することです。しかし、中期的には、通貨安の影響がほとんどの米国外の多国籍企業の業績にプラスの影響を与え始め、米国外の株価にプラスの影響をもたらすはずです。さらに、割安な通貨は長期的には購買力平価（購買力の比率によって決定される為替の理論価格）に戻ると考えます。今日の通貨安は、明日のトータル・リターンに追い風となります。参考までに、米ドル指数と米国内外の金利差は1990年代後半に見られた水準にあります。この両者が反転した後、米国外株式市場は10年近くにわたってアウトパフォームを経験しました。



### 景気後退はあるか、あるとすればどんな景気後退か、 過去からの推定についての考察

2022年末の話題は、景気後退ばかりでした。実際、2022年末に発表されたある調査では、エコノミストの大半が2023年に景気後退に陥ると考えていました。そのような環境下で、どうして工業株や一般消費財株などのセクターをオーバーウェイトするのか、とお客様からよく質問を受けました。ハリス社の回答は、まずどのような製品でどのような地域で稼いでいるのかを含めて、企業を買い入れる株価を検討するというものでした。また、ハリス社は、世界の消費者はあまりに強く、民間セクター、個人、金融セクターのバランスシートはすべて安全な水準にあると考え、景気後退を懸念する専門家の知見にも疑問を呈しました。確かに金利上昇は経済活動を抑制しますが、本当の景気後退は所得の減少と高水準の債務によって引き起こされます。思い起こせば、世界金融危機後、金融機関は世界的にバランスシートを自己資本比率で記録的な水準まで回復させました。いつかまた景気後退が来るでしょうが、2023年には、ほとんどのエコノミストが予測していたにもかかわらず、景気後退になる条件は整っていませんでした。

### 結論

マクロ経済的なイベントによって市場が熱狂するとき、ハリス社は追随するのではなく、「企業価値のファンダメンタルズ」という考え方方に立ち返ることが多いのです。短い期間で売買を繰り返す投資家は短期的な視点に偏りがちですが、ハリス社は徹底したリサーチ・プロセスと長期的な視点の両方が、投資機会を見つけるのに役立つと考えています。株式市場がマクロ（経済全体）とミクロ（個別企業）を区別していないときこそ、長期投資家にとって利用可能な投資機会があるのです。

## ■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をよくご覧ください。

## ■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.5% (税抜 5.0%)

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

…… 信託報酬 上限 2.035% (税抜 1.85%)

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)でご確認ください。

### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当銘柄についての投資の助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本文の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては <https://harrisassoc.com/> をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

2023-03-69