NEUBERGER | BERMAN

CIO Weekly Perspectives

欧州株と日本株ー上昇基調は継続するか？

Benjamin Segal
ポートフォリオ・マネージャー、グローバル株式チーム責任者
2017 年 12 月 20 日

今週はベンジャミン・シーゲルをゲストライターに迎え、ファンダメンタルズの改善と企業の増益が、どのように米国以外の先進国株式市場を下支えするかについて考察します。

ここ数年間、グローバルの株式に投資する投資家たちから、「欧州株と日本株は、いつになったら米国株をアウトパフォームし始めるようになるのか？」という質問を頻繁に受けています。

米国と米国以外の先進国の株式市場は、これまで交互にアウトパフォームを繰り返してきましたが、直近の米国のアウトパフォーマンスは従来よりも長期にわたっています。これは、欧州圏の金融危機、日本の東日本大震災や原子力発電所がもたらした問題、ブレグジット（英国の EU 離脱）、そしてさらに根本的なところでは米国企業の良好な業績が背景であり、決して驚くことではありません。この一年間は、米ドル安に支えられ、米国以外の先進国株式が米国株式をアウトパフォームした 2012 年以来初となる年でした。

これは、新たな長期の景気サイクルの始まりとなるのか、それとも短期的な上昇に終わるのか、どちらでしょうか。

懐疑主義から楽観主義へ

著名な逆張り投資家であるジョン・テンプルトン卿（Sir John Templeton）の格言に、「強気相場は悲観の中に生まれ、懐疑の中で育ち、楽観の中で成熟し、熱狂の中で消えていく」というものがあります。米国株式市場は、昨年の米国大統領選挙以降、楽観的な見方ーとりわけ投資家による税制改革への期待感ーから、確かに恩恵を享受してきました。バリュエーションは高く、足元の上げ相場は過去最長の一つです。

一方で、今年の欧州と日本の株式市場の回復については、米国に比べてはるかに懐疑的な見方がされてきました。欧州の経済回復の持続可能性と政治的見通し、日本のアベノミクスの成果の弱さ、北朝鮮の脅威などから、懸念はまだ多岐にわたります。

欧州全域に及ぶ回復

ドイツ、スイス、北欧諸国といった欧州の一部地域では、数年前から順調に経済回復を遂げてきましたが、足元では景気回復がほぼ欧州全域に拡大しており、直近の 18 カ月間に至ってはその勢いが加速しています。四半期ごとの経済成長率は過去 17 四半期にわたってプラスで推移しており、最近 ECB

（欧州中央銀行）は、2017 年のユーロ圏経済成長率の見通しを 2.2%に引き上げました。米国と同水準の景気回復を遂げた目下のところ、国内需要、設備投資、企業利益の伸びはいずれも改善傾向にあります。こうした好況を背景に、相対的に低い金利水準と相まって M&A が急増しています。

また欧州は依然として設備稼働率が比較的低く、米国の失業率 4.1%に対してユーロ圏の失業率は 8.8%と高位にとどまっています。これがコストや賃金の上昇を抑制する動きにつながり、欧州の企業収益は米国企業の収益を上回る可能性があります。また ECB あるいは日本銀行の利上げを遅らせる可能性も否めません。

さらに足元の政治的情勢についていえば、ユーロ圏を終焉へと向かわせるナショナリズムや反 EU を掲げる極右政党の台頭に対して投資家が恐れをなしていた昨年の今頃のような不透明感はありません。今年のスペイン、オランダ、フランス、ドイツにおける国民選挙では、EU 残留支持派の候補者が勝利を収めるなど、往々にして懸念とは正反対の結果となりました。CDU（キリスト教民主同盟）党首であるアンゲラ・メルケル独首相は、依然として連立政権樹立に向けた協議を続けていますが、結末が何であれ、野党第一党は EU 擁護派であることから、再び政局が混乱するリスクは低いと当社はみています。

欧州で本格的に進められている経済改革は、さらに明るい材料です。数年前はスペインが先導していましたが、フランスではマクロン大統領が、欧州圏内第 2 位の経済規模を誇る同国の労働市場改革と減税といった選挙公約を実行しています。こうした改革は、何十年もの間、同国における投資、雇用、賃金、消費、経済成長を妨げてきた構造的問題への解決の糸口になると考えています。

各セクターに関しては、欧州株式のバリュエーションは米国株式のバリュエーションと同水準にありますが、企業業績は持続的な成長が見込まれます。さらに ECB は利上げを進める FRB（米連邦準備制度理事会）に遅れて金融政策の正常化を進めており、欧州株式のバリュエーションが金利上昇の影響を受ける可能性は低いとみています。

もちろん、ブレグジットに関しては不透明感が残っており、イギリスと欧州圏の双方でボラティリティが高まる要因になりえます。足元では、破壊的というよりも「ソフトな」EU 離脱に向けた動向が報道されていますが、WTO（世界貿易機関）のルールに則った最悪のシナリオで決着を迎えた場合でも、欧州の終焉には至らず、多様なセクターにおいて勝者と敗者が生まれ、各企業は適応していくものと思われます。

構造的逆風をものともしない日本の投資機会

日本に関しては、債務超過、脆弱な人口動態、弱い消費、低インフレといった構造的問題を抱えていることを踏まえると、経済状況はさほど魅力的ではありません。しかし、日本企業は、機械製品の輸出産業に強みを有しているため、足元の世界的な景気拡大の恩恵を多く享受しているといえます。加えて、他の先進国市場と比較してコスト上昇圧力が緩慢であることから、日本企業の収益（および利益率）は上昇し、他市場との株主資本利益率格差は縮小しています。

また日本はファクトリー・オートメーション（工場における生産システムの自動化）や化粧品といった長期的に強固な成長を特徴とする産業において、世界のリーダー的存在です。株式投資家たちは、長期的な逆風に直面するセクターを避けながらも、こうした投資機会を活用することが可能です。

東芝（会計問題）や神戸製鋼（製品データ改ざん問題）のような悪しき慣習を引きずる企業の不祥事が広く報道されていているものの、企業のガバナンスはようやく改善されつつあります。日本企業が規律ある資本政策をより厳格に実行すれば、リターンの向上に相応するバリュエーションの上昇がみられるでしょう。

モメンタム

こうした現在進行中の改善を受けて、今後 12～18 カ月の間に米国以外の先進国株式市場において、投資家の懐疑的姿勢が楽観へとシフトしていくと予想するのは合理的であると考えます。特に、逆張り投資家が一部の市場における過熱感を懸念する中では、こうした見方は妥当であるといえるでしょう。欧州における足元の経済的また政治的モメンタムが継続し、世界の貿易が堅調に推移するならば、欧州と日本の株式は 2017 年のアウトパフォーマンスを 2018 年まで維持できると確信しています。

- **CIO Weekly Perspectives 配信サービスの申し込みはこちら。（ページ右上の配信サービス申込ボタンをクリック）**
- **過去の CIO Weekly Perspectives はこちら。**
- **Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan**

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、法的、税・会計上または投資のご提案のためのものではなく、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は正式なリサーチ・レポートではありません。従って当資料は投資判断を行うにあたり依拠されるべきではありません。当社グループ、その従業員及び当社グループが投資助言を提供する顧客は当資料にて言及されるセクターに属する企業の有価証券等を保有する場合があります。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報（第三者からの情報を含む）のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。当資料は予想、見込み、見通し、その他の「将来予測に関する記述（Forward-looking statements）」を含みます。様々な要因により、実際に生起する事象は当資料に記載されているものと大幅に異なる場合があります。投資はリスクを伴い、元本の毀損を伴います。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。
本資料は、当社グループが作成した資料をもとに当社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではなく、また、その正確性、完全性及び信頼性を保証するものではありません。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

手数料等について

投資一任契約に基づく運用報酬：投資一任契約に基づく運用報酬として、受託資産の時価総額に対して年率 1.00%（税抜き）を上限とする金額が徴収され、これとは別に成功報酬（ない場合もあります）、受託銀行に対する報酬等の費用が徴収されます。また、当資料において記載される戦略は、投資家の利益に資すると当社が判断した場合には、同様の戦略を有するファンドを組み入れることを通じて提供する場合があります。その場合、組入れを行うファンドにおいて以下のような報酬等が別途徴収されます。 運用報酬料率：運用報酬料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な運用報酬料率の上限は、運用資産の時価評価額に対して 2.0%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件や投資金額毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

成功報酬料率：成功報酬の徴収の有無及びその料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な成功報酬料率の上限は運用資産の超過収益に対して 20%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

その他費用等：商品の種類、スキーム等により各種費用（経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等）が発生しますが、これら諸費用は運用状況及び資産規模等により異なりますので、詳細を表示することはできません。

上記の投資一任契約及び組入れファンドに関して徴収される報酬及び諸費用の合計は、戦略、運用状況及び資産規模等により異なりますので、その総額や上限等について、あらかじめ表示することはできません。

投資リスクについて

投資一任契約に基づき投資を行う投資運用商品には、投資信託、株式、債券、為替、先物、デリバティブ等、各種金融資産が含まれますので、各市場等における相場その他の指標に係る変動等の影響により投資価値が下落し、損失を被ることがあります。外貨建資産への投資は、為替変動により損失を被るリスクを伴います。投資運用商品は、投資元本が保証されているものではなく、投資元本を割り込むことがあります。投資信託、外国籍リミテッド・パートナーシップ等のファンドに投資する場合、投資するファンドの種類により投資リスクは異なりますが、主なリスクとして、価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク、為替リスク、金利リスク、デリバティブ・リスクなどがあります。また、受託資産の運用に関してデリバティブ取引等を利用する場合は、受託資産から委託証拠金その他の保証金（以下総称して「証拠金」と言います）を預託する場合がありますが、当該取引等にかかる想定元本の額が証拠金の額を上回る可能性があるとともに、当該取引の対象となる有価証券の価格、利率又は参照する指標等の変動による損失の額が証拠金の額を上回ることにより、証拠金を上回る損失が生じ結果として元本

を上回る損失を蒙る可能性があります。なお、デリバティブ取引等の証拠金に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。

債券、バンクローン、モーゲージ証券、メザニン債等への投資について： これらの商品の価値は金利、市場環境、信用状況その他の要因により変動します。償還前に債券を売却した場合、売却による利益又は損失が発生する場合があり、また利子についても何らかの課税の対象となる場合があります。ハイ・イールド債券（「ジャンク債」）、バンクローン（優先担保及び劣後担保のものを含む）、非政府系モーゲージ証券、メザニン債等に対する投資は一般的に投機的な投資であり、投資適格債に対する投資と比較してより大きなデフォルトリスクを伴います。こうした商品の市場価格は、金利、市場環境、信用状況、政治、通貨の切り下げその他の要因により変動する場合があり、投資適格債と比較してよりその変動幅が大きくなります。従って、これらの商品に対する投資はすべての投資家に適合するものではなく、投資に当たっては潜在的なリスク及びリターンの特性を十分ご理解のうえご検討ください。

株式への投資について： 大型株への投資の場合であっても、株式投資に関するあらゆるリスクを伴います。かかるリスクには、全般的な市場或いは経済状況により株式価値が毀損されるリスクを含みます。中・小型株式への投資の場合は、財務及びその他のリスクに関し、大型株と比較してより影響を受けやすい傾向にあり、また、取引量が大型株と比較して限定的であること等から、市場価格の変動はより大きくなる傾向があります。

外国有価証券及び外貨建て有価証券への投資について： これらの商品に対する投資については、為替の変動や政治経済の情勢といったリスクを伴い、投資資産の価値及び配当が影響を受けることがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。また、新興国への投資については、先進国への投資に比べて市場規模や流動性等の観点から価格変動が大きくなる傾向があるなど、より大きな損失を被る場合があります。加えて、新興国における経済は一般的に規制が十分でなく、貿易障壁、為替管理、保護主義的政策及び政治的・社会的不安定性により悪影響を受ける可能性があります。流動性が低い場合や信頼できる情報が利用できない場合には変動性が高くなるリスクがあります。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資について： ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資は投機的な投資であり、高いリスクを伴います。ファンドは、レバレッジの高いキャピタル・ストラクチャー商品への投資を通じて、レバレッジをかけることがあります（レバレッジは高い金利リスクを伴い、金利上昇や景気後退、原資産の減少といった要因に対し、投資資産のエクスポージャーが増加することがあります）。これらのリスク要因の影響を受けて、ファンドの運用実績は大きく変動することがあり、結果的に投資元本の全部又は大部分を失うことがあります。

プライベート・エクイティ・ファンドの組入れを行う場合について： プライベート・エクイティ・ファンドの場合、一旦ファンドへの出資を行うと中途解約は原則として認められず、またファンドの持分には通常譲渡制限が付されているため流通市場はなく、今後も整備される見込みはありません。従って、中途換金は非常に困難であり、流動性は殆ど存在しません。また、ファンドで徴収される報酬及び費用の発生により、費用控除後の実現利回りが大きく低下することがあります。更に、これらの報酬及び費用の発生によって、投資家に返還される金額が拠出総額を下回る可能性があります。なお、当資料に記載する戦略をファンドの組入れを通じて提供する場合、当該ファンドに係る条件等の詳細については今後関係者の承認を経て正式決定される場合があり、その場合当資料中に記載された内容が予告なく変更され、またかかる状況において新たなリスクが発生することもあります。

適合性原則について

当資料でご紹介する戦略がすべての投資家に適合することを保証するものではありません。当社は、金融商品取引法等の法令・諸規則等に従い、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を踏まえたうえで、個別戦略の正式なご提案をさせていただくこととしております。なお、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を確認した結果、当社の判断により一定の戦略のご提案を行わない場合や、投資家からの戦略提案のご要望に応じることができない場合があることをご了承ください。また、かかる場合に代替的な戦略のご提案をさせていただく場合もございますが、常にそのようなご提案を行うことを保証するものではありません。

また、正式な戦略のご提案以降であっても、投資家の財産の状況や規制環境の変化、その他個別の事情等に照らして当社が必要と判断する場合には、当初の提案を随時見直す可能性があります。厚生年金基金である投資家に対するご提案に当たっては、運用指針（及び、場合によっては運用の基本方針）等を確認させていただく他、必要に応じて情報を提供していただくこともあわせてご了承ください。

ニューバーガー・バーマン株式会社
Neuberger Berman East Asia Limited
〒100-6512　東京都千代田区丸の内一丁目 5 番 1 号
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 2094 号
加入協会　一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会