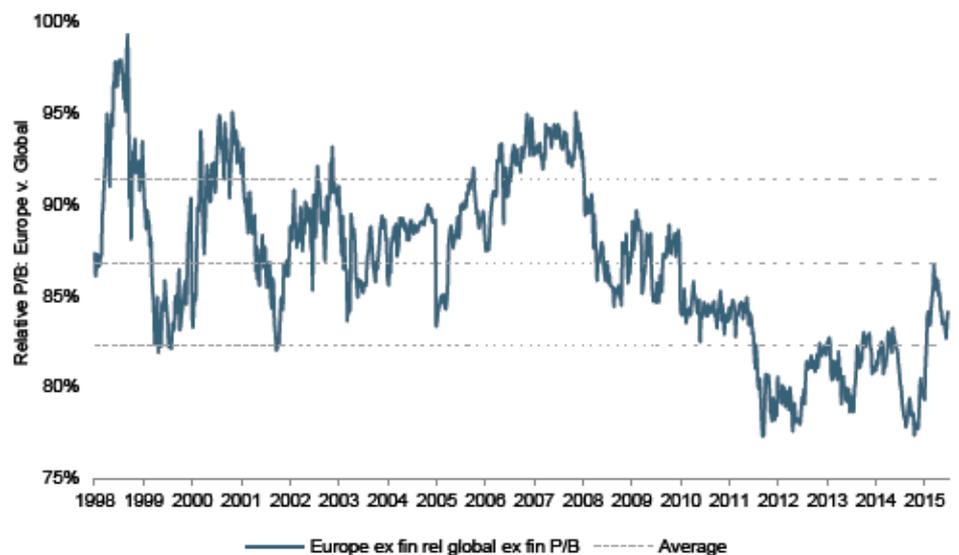


欧州株式市場のスイート（サー）スポット

欧州経済を覆っていた嵐雲がようやく過ぎ去ろうとしており、投資家は再び株式市場に目を向け始めました。今年夏の乱高下にもかかわらず、年初からこれまでに 1,000 億ドル近い資金が欧州先進国の株式市場に投資するファンドに流入しました¹。

これほど多額のマネーが欧州に流入する中であって、さらなる株価上昇余地がある銘柄と、成長期待がすでに株価に織り込まれている銘柄を区別するのは難しいことかもしれません。しかし、これまでの資金流入にもかかわらず、欧州株のバリュエーションは依然として非常に魅力的な水準にあると考えられます。

Exhibit 1: Continental European Equities (ex-financials) Recovering from Depressed Levels v. Global Equities



Source: Thomson Reuters, Credit Suisse Research, as of June 2015.

私たちは長期に渡り欧州市場のトレンドを注意深く観察してきました。その結果、現時点では小型株の一部に魅力的な投資機会を見出しています。それらのバリュエーションは非常に魅力的な水準にあるほか、欧州経済全体についても前向きな見方を維持しています。しかしながら、私たちはアクティブな銘柄選択を行う投資家として、潮流がすべてのボートを押し上げるとは考えておりません。

Mark A. Bogar, CFA
 Managing Director,
 Lead Portfolio Manager

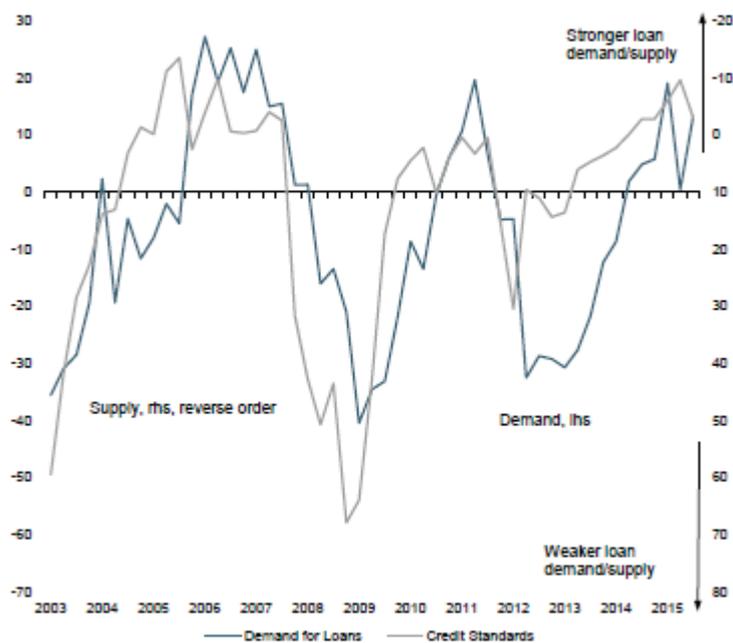
むしろ、私たちはファンダメンタルを重視したボトムアップ型の銘柄選択プロセスを取り入れており、銘柄選択やポートフォリオ運用に当たっては独特の「バーベル型」アプローチを採用しています。私たちは市場サイクル全体を通じ、最高のバリュー投資機会と、最も質の高い成長株／モメンタムに基づく投資機会を組み合わせたアプローチの活用を目指しています。

それを実現するため、私たちは特定のセクターや地域にとって逆風あるいは追い風となるテーマやトレンドを見極めることに大きな焦点を当てています。現在、私たちは3つの有望なトレンドを注視する一方、株式市場における別の分野については意識的に回避しています。

ポジティブ・トレンド1：欧州の景気回復がメディア業界の追い風に

欧州中央銀行（ECB）が量的緩和プログラムに着手したことで、欧州経済は間違いなく上向いています。その証しはマークイットが発表しているユーロ圏購買担当者景気指数に示されており、同指数は2014年末以降、景気拡大と縮小の分岐点を示す50ポイントを一貫して上回っています²。自動車販売も拡大しており、先月は12%の伸びを示しました³。ローンの伸びも回復しつつあります。

Exhibit 2: ECB Bank Lending Survey: Demand and Supply for Corporate Loans



Source: ECB, Credit Suisse European Economics Team, as of July 2015. Change over past 3 months.

これらのデータがいずれも景気回復を裏付けている中、私たちはメディア・セクターに顕著な投資機会があるとみています。特に注目しているのは、屋外広告やテレビ広告を扱っている広告中心の企業です。その理由としては、景気回復に伴い消費者が支出を拡大していることを受け、企業はターゲットとする顧客に商品やサービスを売り込むため、広告向け支出を拡大していることが挙げられます。

バリューを重視する投資機会と質の高い成長株／モメンタムに基づく投資機会を組み合わせる「バーベル型」アプローチの一環として、私たちはドイツとスペインのメディア企業に焦点を当てています。ドイツは依然としてユーロ圏の経済大国であり、スペインは最近になって経済が上向き始めたことがその理由です。

ポジティブ・トレンド2：イタリアの協同組合銀行が再編に向かっている

スペイン経済は回復に勢いがつき始めたばかりですが、約2年前から銀行セクターの改革が進められています。世界的な金融危機に見舞われた2008年頃は、スペインの地域貯蓄銀行（Cajas）は多くが政府あるいは労働組合の傘下にありました。しかし、スペイン政府が銀行セクターに対する投資家の信頼感を取り戻すため銀行の再編計画に着手したことで、貯蓄銀行の統合が進展しました。それ以降、貯蓄銀行の数は急激に減少しましたが、それに伴いスペイン経済の健全性も著しく高まり、比較的迅速に景気後退から脱することができました。

私たちはPopolariと呼ばれる協同組合銀行が改革の主なターゲットとなっているイタリアでも、同じようなシナリオが進むと予想しています。協同組合銀行は概して効率性が悪く、各行のバランスシートや広範な銀行システムを改善するため、体力の弱い銀行が強い銀行とペアを組みつつあります。イタリアの銀行の不良債権は7月時点で前年同期に比べ14%増加したほか⁴、裁判所の審理ペースが遅い上、財政面の支援も少ないことから、不良債権の処理には他の多くの先進国市場に比べ長い時間がかかっています。

そのため、イタリアの銀行は改革の機が熟しており、イタリア政府は不良債権の償却あるいは売却に伴う負担の軽減を目指した規制を進めています。そうした措置はいずれ、銀行のバランスシートからそれらの不良債権を買い取るために多くの資金を支払おうとする海外資本の流入につながる可能性があります。スペインの例が何らかの参考になるとすれば、そうした改革は、イタリアの景気回復が持続的なものとなった場合に必要となる銀行貸出を促す要因となる可能性があります。

それはイタリアの銀行セクターがさらなる再編を進める環境を整えることになるでしょう。イタリアの銀行株は株価純資産倍率が低いことを合わせて考えれば、協同組合銀行株の一部は力強い上昇に向かうことが期待されます。

ポジティブ・トレンド3：イタリアの資産運用業界に資金が流入している

イタリアの投資方法には地殻変動が起きています。イタリアでは長年、政府債が最も人気の高い投資対象で、5年前には5%から7%の利回りが提供されていました。しかし、現在は10年物政府債の利回りがわずか1.9%程度に低下しており、投資家は、政府債への投資で高い利回りを得るのはもはやほとんど不可能になったと認識しています。

それに加え、イタリアでは不動産市場も大きな変化にさらされています。以前は不動産に課税されておらず、不動産の保有コストがかからなかったため、多くの国民が複数の不動産を保有していました。しかし、モンティ政権が2012年にIMUと呼ばれる不動産税を導入したことで、すべてが変化しました。IMUは多くの国民から嫌われ、何度か修正されたり、撤回されたりする場面もありました。多くのイタリア国民はIMUを支払いたくないと考え、保有不動産を売却しています。国民は不動産の売却によって多額の資金を手に入れましたが、前述したように政府債の投資魅力が薄れています。

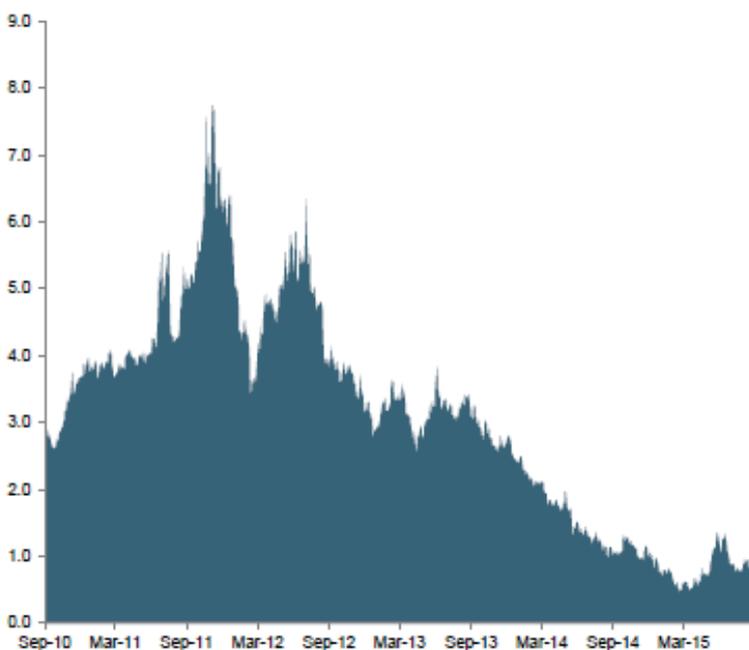
こうした2つの要因の恩恵を受けているのは資産運用会社です。投資家は不動産売却で十分な現金を保有している一方で債券利回りに魅力を感じていないため、景気回復が続く中で株式への投資を拡大しています。イタリアのFTSE MIB指数は年初来で16%上昇しており、こうした投資家の積極的な投資スタンスが資産運用会社にとって追い風になると思われます。

ネガティブ・トレンド：中国の自動車業界へのエクスポージャーを持つ企業は要注意

中国の景気減速は隠すことができなくなっていますが、私たちは特に中国の自動車業界の動向を注視しています。中国の自動車販売は3ヶ月連続で減少し、今後の成長見通しも引き下げられつつあります。実際、アリックスパートナーズ社は、中国の自動車市場は「1ヶ月前半の伸び率が“新常态”となり、今年の販売台数は2008年以来初めて減少に転じる可能性がある」との見方を示しています。

中国の自動車市場と関連ある企業は、需給バランスが崩れる中、業績見通しを達成できなくなり始めました。消費者の自動車需要が減少する一方で、新たな供給が続いています。中国ではこれまで部品メーカーやサプライヤーが歴史的に高い利益率を享受してきましたが、そのトレンドはピークを打った模様です。私たちは中国の自動車市場に関わりのある企業すべてについて、エクスポージャーを縮小しています。

Exhibit 3: Italy Government Bonds: 5 Year Gross Yield



Source: Bloomberg, as of September 2015

豊富な投資機会

欧州経済が成長トレンドを取り戻しているため、欧州株式市場の見通しは非常に明るいと考えています。景気先行指標は引き続きプラスの領域で推移すると予想され、ECBは緩やかな政策を続ける見込みです。最近ギリシャや中国の問題を受けて景気回復がやや圧迫されましたが、ギリシャ問題はほぼ解決したほか、中国の問題についても市場はすでに長期的な問題として認識しています。これらの懸念が消え去れば、力強い経済成長が企業業績の伸びを牽引する見通しで、検討に値する魅力的なバリュエーションを持つ銘柄が数多く現れると考えています。

End Notes

¹ Gavin Jackson and Elaine Moore, "ECB outweighs Fed as fund flow influence," Financial Times, Sept. 15, 2015. <http://www.ft.com/cms/s/0/f4de40d6-5bbe-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3m0t132j0>

² Euro Area Manufacturing PMI, Trading Economics. <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/manufacturing-pmi>

³ Tom Lavell, "Europe Car Sales Rise as Economy Helps Renault SUV Demand," Bloomberg, Sept. 15, 2015. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-15/european-august-car-sales-rise-as-economy-helps-renault-bmw>

⁴ Danilo Masoni, "Italian banks' nonperforming loans rise to 197 bln euros in July," Reuters, Sept. 8, 2015. <http://www.reuters.com/article/2015/09/08/italy-banks-loans-idUSI6N10H02220150908>

⁵ Rose Yu and Lillian Yin, "China Car Sales Driven Lower by Slowing Economy," The Wall Street Journal, Sept. 10, 2015. <http://www.wsj.com/articles/china-car-sales-driven-lower-by-slowing-economy-1441869976>

About the Author



Mark A. Bogar, CFA
Managing Director, Lead Portfolio Manager

Mark is the head of The Boston Company's Global Equity team and the lead portfolio manager of the International Equity and International Small Cap Equity strategies.

Before joining The Boston Company, Mark served as a portfolio manager at Putnam Investments, overseeing the firm's Consumer Sector group. Prior to that at Putnam, Mark was a portfolio manager for the Global Core Equities strategy, focusing on the consumer and technology sectors. In his 13-year career at Putnam, he also held positions as an equity analyst, working with all styles of stocks (value, core and growth) both domestically and internationally, and as manager of Pricing Operations. He began his career at State Street in mutual fund accounting.

Mark received a B.S. in finance from Pennsylvania State University and a Master's of Management degree from the J.L. Kellogg Graduate School of Management at Northwestern University. He holds the Chartered Financial Analyst® designation and is a member of the Boston Security Analysts Society and the CFA Institute.

Any statements of opinion constitute only current opinions of The Boston Company Asset Management, LLC (TBCAM), which are subject to change and which TBCAM does not undertake to update. Due to, among other things, the volatile nature of the markets and the investment areas discussed herein, they may only be suitable for certain investors.

This publication or any portion thereof may not be copied or distributed without prior written approval from TBCAM. Statements are correct as of the date of the material only. This document may not be used for the purpose of an offer or solicitation in any jurisdiction or in any circumstances in which such offer or solicitation is unlawful or not authorized. The information in this publication is for general information only and is not intended to provide specific investment advice or recommendations for any purchase or sale of any specific security.

Some information contained herein has been obtained from third party sources that are believed to be reliable, but the information has not been independently verified by TBCAM. TBCAM makes no representations as to the accuracy or the completeness of such information.

Listed securities are being presented for illustrative purposes only. This is not a recommendation to buy, sell, or hold these securities.

No investment strategy or risk management technique can guarantee returns or eliminate risk in any market environment. CFA® and Chartered Financial Analyst® are registered trademarks owned by CFA Institute.

THE BOSTON COMPANY

ASSET MANAGEMENT, LLC

➤ A BNY MELLON COMPANYSM

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は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、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 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