

Europe Insights

欧州市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社
2017年10月20日



欧米間の株式バリュエーション格差は縮小の見通し — その理由は？

当レポートの要旨

当レポートでは、欧州と米国間の株式バリュエーション格差について取り上げる。

過去20年間、欧州株式は米国株式に対し割安なバリュエーションで取引されてきた。株価純資産倍率（PBR）で見た格差は、2006年12月の10%が最小で、現在は過去最高の39%まで拡大している。この理由の一つには、セクター構成比の違いが挙げられる。米国株式市場は、欧州に比べてITと一般消費財セクターのウェイトが高く、金融セクターのウェイトが低い。とは言え、これらセクターを除いて比較した場合でも、欧米間のバリュエーション格差はなお36%と、欧州株が大幅に割安な水準にある（[図表1参照](#)）。

金融理論では、株価純資産倍率¹は、配当成長率、収益性（自己資本利益率=ROE）、株主資本コスト（COE）の3要素で決まるとされる。当社では、ROE及びCOEに内在する構造的要因が、欧米間のバリュエーション格差をもたらしていると考えられる。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

図表1: 株価純資産倍率（PBR）：欧州株vs米国株

2017年	米国株	欧州株	欧州株の割安度
株価純資産倍率（PBR） ¹	3.1	1.9	-39%
PBR（除く金融）	3.6	2.3	-36%
PBR（除く金融及びIT）	3.3	2.1	-36%

出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）
（2017年9月末現在）

- (1) 株価純資産倍率 (Price/Book Value Ratio) = (ROE - g) / (COE - g)
 ROE = 自己資本利益率
 g = キャッシュフローまたは配当の成長率
 COE = 株主資本コスト: 株主が当該企業の株式を保有するリスクに対して要求するリターンで、予想されるインカム・ゲインとキャピタル・ゲイン双方が含まれる。

トピックス：欧米間の株式バリュエーション格差は縮小の見通し－その理由は？

過去20年間、欧州株式は米国株式に対し割安な水準で取引されてきた。割安度（バリュエーション格差）は、2006年12月の10%が最小で、現在は過去最高の39%まで拡大している。この理由の1つとしてはセクター構成比の違いが挙げられる。米国株式市場は、欧州と比べてIT及び一般消費財セクターのウェイトが相対的に高く、金融セクターのウェイトは低い。しかしながら、これらセクターを除いて比較した場合でも、欧州株式の割安度は依然として36%と高い（前ページ図表1参照）。

金融理論では、株価純資産倍率（PBR）は、配当成長率、収益性（自己資本利益率＝ROE）、株主資本コスト（COE）の3要素で決まるとされる。当社では、ROE及びCOEに内在する構造的要因が、欧米間のバリュエーション格差をもたらしていると考えられる。

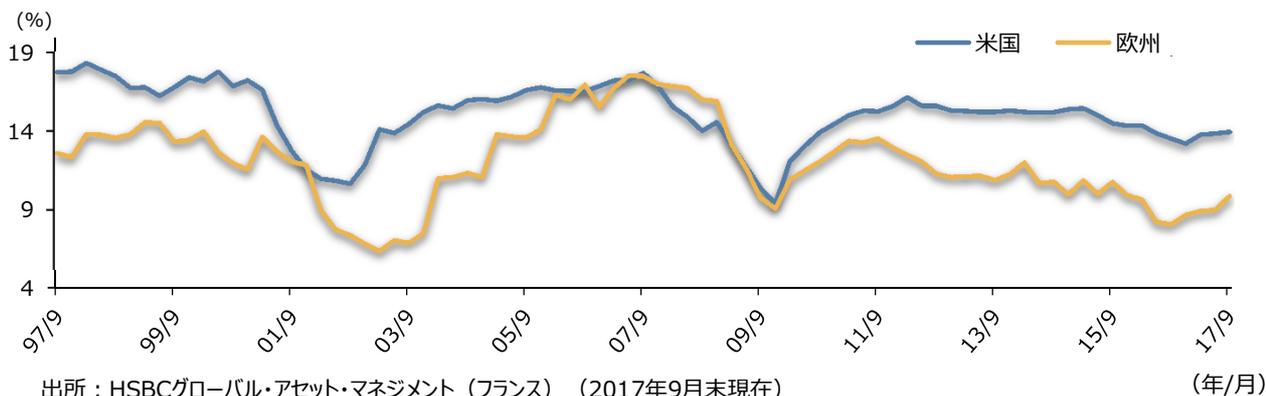
配当成長率：欧州が米国を凌ぐ

2003年末以降の配当成長率は、米国株式の80%に対して欧州株式は180%。欧州株式の配当成長率は、低水準に落ち込んだ2009年の金融危機以降で見ても、米国の3倍に達する。

自己資本利益率（ROE）：改善が予想される欧州企業

米国企業の自己資本利益率（ROE）は欧州企業を上回ってきた（図表2参照）。

図表2：自己資本利益率（ROE）：欧州 vs 米国



デュポン分析²では、ROEは財務レバレッジ、総資産回転率、純利益率の3要素に分解される。財務レバレッジ及び総資産回転率については、特に金融セクターを除いた場合、欧米間の格差は小さい。従って、欧米間のROE格差は、純利益率によるところが大きいと言える（次ページ図表3参照）。

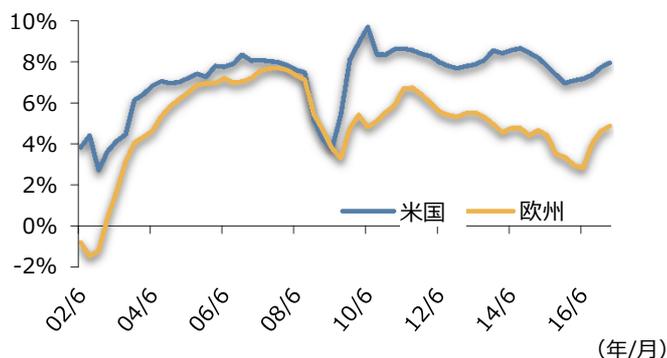
米国株式のROEが高い理由としては以下が挙げられるが、これらの点は、時間とともに欧米間の格差は取れんに向かうと当社では見ている：

- 1. 営業レバレッジ**：米国では、景気回復を背景に企業の売上数量が増加。およそ9年におよぶ景気拡大局面に入っている。これに対して、欧州では、最近になりようやく景気が加速し始めた段階にあり、欧州企業の売上成長には出遅れ感がある。
- 2. 法人税**：過去の法人実効税率は、米国が欧州より1%低かったが、2015年以降はその差が3%まで拡大。但し、今後は欧州諸国による法人税の引下げが見込まれる。
- 3. 金利**：米国では2006年以降、積極的な量的緩和政策を背景に、企業向け貸出金利が欧州を上回るペースで低下した（次ページ図表4参照）。しかし、今後については、米連邦準備理事会（FRB）が緩やかながら金融政策の正常化に舵を切った一方、欧州中央銀行（ECB）は少なくとも2019年より前に利上げに転じることはないことを示唆しており、欧米間の貸出金利差は取れんすると見込まれる。
- 4. 市場集中**：米国市場は大規模且つ均質的であり、企業は市場シェア拡大の恩恵を受けやすい（市場集中度については、短期間では変化し難い）。

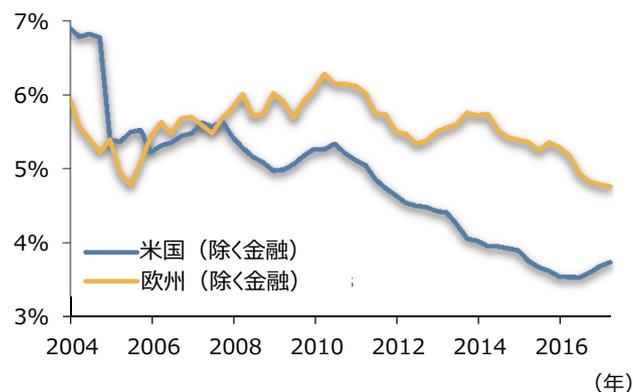
(2) 「デュポン分析」(DuPont analysis, DuPont Modelとも言われる)は、米国デュポン社が1920年代に導入した業績管理手法。ROEの最大化を図るために正味帳簿価格ではなく総帳簿価格で資産評価が行われる。

トピックス続き: 欧米間の株式バリュエーション格差は縮小の見通し – その理由は？

図表3：純利益率（除く金融セクター）



図表4：企業の金利コスト（対負債、%）



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年3月末時点）

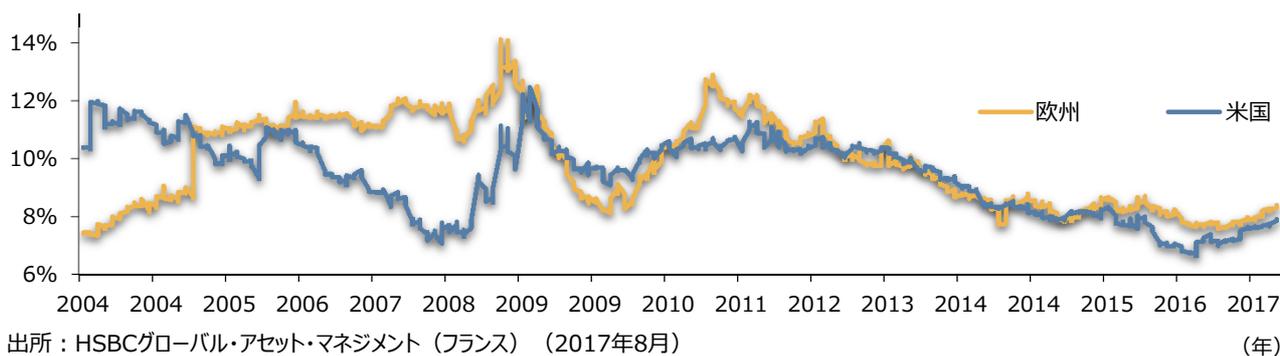
株主資本コスト（COE）：影響は限定的

株主資本コスト（COE）は、投資家にとり株式の保有に伴うリスクプレミアムに相当するものである。米国企業のCOEは欧州企業に対して、これまで平均で0.5%程度低い傾向が見られた（図表5参照）。とは言え、これは欧州株式の米国株式に対する割安度について4分の1程度しか説明していないとスイスの金融機関UBSは指摘している。

なお、米国のCOEが低い理由としては、主に次の3点を挙げられる：

1. 資本市場の懐の深さ並びに世界の準備通貨としての米ドルの役割
2. 米国株式市場のボラティリティの低さ
3. 配当税率より低いキャピタル・ゲイン税率

図表5：株主資本コスト：欧州 vs 米国



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年8月）

結論

欧州株式と米国株式のバリュエーションが大きく乖離する主な背景には、純利益率の違いが挙げられる。しかしながら、今後、欧州の景気回復が本格化し、税制及び金利水準が変化すれば、欧州企業の利益率は改善すると見られる。これにより、欧州株式のバリュエーションは高まり、米国株式との格差が縮小することが予想される。

欧州株式市場

業種別ポジショニング

業種	ウェイト*	理由
商業サービス・用品	オーバーウェイト	持続的成長が見込まれ、バリュエーションも魅力的。
ヘルスケア	オーバーウェイト	銘柄選択の結果、医薬品はアンダーウェイトながら、ヘルスケア全体ではオーバーウェイトに。
通信	オーバーウェイト	バリュエーションの割安感、市場変動に対する耐性、合併・買収（M&A）の可能性から有望視。
素材	オーバーウェイト	バリュエーションは割安。世界的な景気回復が企業のファンダメンタルズを下支え。
保険	オーバーウェイト	バリュエーションに割安感あり。支払能力の向上と金利上昇を背景にファンダメンタルズの改善が見込まれる。
耐久消費財・アパレル	アンダーウェイト	高価な高級ブランドを手掛ける企業の割高感が強い。
食品・飲料・タバコ	アンダーウェイト	全体的に割高感あり。景気変動の影響を受けにくく、利益成長率の上振れは限定的。
公益	アンダーウェイト	バリュエーション、金利上昇、規制リスクなどのマイナス面からアンダーウェイト。
家庭用品&パーソナル・ケア製品	アンダーウェイト	インフレ圧力が高まる環境下では恩恵を受けにくく、僅かにアンダーウェイト。
半導体	アンダーウェイト	これまでの堅調なパフォーマンスを受け、足元で割高感が増す。

* ウェイトについては、MSCIヨーロッパ指数に対する直近のH S B Cグローバル・アセット・マネジメントの主要な欧州株式ファンドのオーバーウェイト/アンダーウェイトを示します（2017年10月8日現在）。

欧州債券市場

- ▶ **7-9月期の欧州社債市場**は堅調な展開となった。英国のEU離脱交渉、北朝鮮情勢の緊迫化、スペイン・カタルーニャ州の独立運動、次期米FRB議長人事、今後予定されるイタリア総選挙などを巡る不透明感が漂う中にありながらも、欧州社債スプレッドのボラティリティは過去最低水準での推移となった。他方、国債市場は月末にかけて利回りへの上昇圧力が高まり、月間で約10ベーシスポイント上昇した。足元では、欧州社債市場は、底堅い需要、良好な企業ファンダメンタルズ、インフレ率の低位安定、世界的な景気回復などが支援材料となっている。9月の欧州企業の起債額は218億ユーロに達したが、力強い需要を背景に順調に消化された。
- ▶ **今後の見通し** 当社では引き続きデレレーションをベンチマーク対比で短めとする。欧州のインフレ率は当面、欧州中央銀行（ECB）の目標値（2%）を下回る水準での推移が見込まれるものの、緩やかな上昇が続くこととなろう。ドイツ10年国債利回りの均衡水準は0.9%と見るが、今年末時点では0.6%前後と当社では予想している。
- ▶ 欧州社債市場は、企業ファンダメンタルズが全般的に改善している一方、バリュエーションは絶対水準、過去水準で見て割高感が増していることから、当社では弱気方向に傾きつつ中立と見ている。社債スプレッドの縮小に伴い、足元で悪材料に対する耐性が弱まっていおり、当社では信用リスクが比較的低い銘柄を選好している。また、新発債は既発債に対するプレミアムが限定的であるため、選別的な投資を行なう。加えて、当社では引き続きクオリティが高い発行体の残存期間が短い劣後債を選好している。

留意点

投資信託に係わるリスクについて

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ており、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基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.16%（税込）
その他費用	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。 「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

※上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

※費用の料率につきましては、H S B C 投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における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、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

※当資料は、H S B C 投信株式会社が情報提供を目的として、H S B C グローバル・アセット・マネジメント（フランス）が作成した“Europe Insights”を翻訳・編集したものです。

H S B C 投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.com/jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C 投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。