



変わらないものは無い

RBC欧州株式チーム



株式市場において退屈な時間はありません。ここ数週間の欧州株式市場の動きを見ると、それがよく分かります。欧州株式運用チームヘッドのデイブ・ランバートが今年の株式市場の見通しについて語ります。

欧州の銀行セクターで最近起きた出来事について、どのように考えていますか。

銀行セクターの状況は非常に流動的です。現在は全ての状況が変化する可能性があり、視界が良好とは言えません。SVBとクレディ・スイスを取り巻く問題はシステムティックな事象ではなく、固有の問題であると考えています。クレディ・スイスは長年にわたり経営上の問題やリストラを繰り返してきましたが、今回は解決策がもたらされたという点でまずはプラスの材料になると考えています。

全体として、欧州の銀行に対する規制は依然として厳しいものの、より慎重な見方を持つと、銀行セクター全体に対して規制当局の監視が強化され、また、資金調達コストが上昇すると考えています。この資本コストの上昇により、超過リターンの獲得がより難しくなるでしょう。

投資家からの欧州の銀行に対する信頼は揺らいでいます。最近の出来事は企業固有の問題であると見ていますが、銀行セクターの一部においてストレスに対する懸念が今後も続くでしょう。

資本コストは興味深いポイントです。さらに詳しい説明はありますか。

私たちのポートフォリオでは、ROC（資本利益率）が資本調達コストを上回り、資産の成長とともに一貫して持続性のあるリターンを生み出せるような企業に投資したいと考えています。これらは、中長期的な視点で複利的に株主資本を拡大していくための基本的な要素となります。欧州の銀行に、このようなダイナミズムを見出すことは常に困難であり、最近の出来事もその一助にはならないでしょう。過去18カ月間、銀行のパフォーマンスを牽引してきた要因は、金利の上昇と資本の還元（自社株買いと多額の配当）の2つでしたが、これらの力も薄れてきています。

もう一つの可能性として、欧州の銀行に対する規制負担が適切なものであり、結果として、金融システムの大部分を保護することが証明されるかもしれません。その場合、一部の欧州の銀行は非常に魅力的となるでしょう。

株式市場全体を見ると、株式のリスクプレミアムは明らかに上昇していますが、金利上昇予想の低下は、長いデフレーションの資産を下支えします。一般的に、成長性やクオリティといった強みを持つ株式についても同様の効果が期待されます。

欧州株式の投資家として、現在、楽観視できる材料はありますか。

ボトムアップで銘柄を選択する私たちは、引き続きミクロの部分、つまり企業固有の内容に注目しています。好業績のトレンドや魅力的なバリュエーションが見られる多くの企業群でポジティブな見方を有しています。欧州株はP/Eレシオで見て11.5倍程度^[1]で取引されています。来年の利益水準が長期的な平均を下回っていることや、米国よりもはるかに割安であるという事実は、業績修正やバリュエーションによるサポートが期待できる可能性を意味します。

過去6から9か月間、特に米国との比較において、一貫したアウトパフォームを目の当たりにしてきました。これは、絶対的及び相対的に割安なバリュエーションと、通常とは異なる収益見通しにより実現したものと考えています。

欧州株式は以前から割安でしたが、長期間にわたり、現在の水準が継続したことはありません。バリュエーションの観点から、ユーロ圏と米国をどのように見えていますか。

欧州は間違いなくリターンが低いと見られている地域であり、したがってP/Eレシオはディスカウントされているはずですが、それでも、両地域間のセクターエクスポージャーの違いを調整すると、現在のバリュエーションは、米国に対してかなりのディスカウントとなっていることが分かります。より高い金利環境に戻りつつある中で、このバリュエーションの低さが最近の欧州株式市場の主な下支えになっていると考えています。金利が上昇すると、将来キャッシュフローの現在価値が大きく低下しますが、欧州は相対的にその影響を受けにくい状況となっています。

リーマンショック以降、欧州企業の利益は米国に遅れをとってきましたが、近年になって最高水準を更新しました。その差は今後も縮小していくでしょう。

欧州のコンセンサス予測は、2022年の大半は良好であったものの、悪化傾向にあります。その背景はどのようなものでしょうか。

欧州、特に英国では2022年1～9月にかけて企業業績は2桁の増益となりました^[2]。しかし、米国では第1四半期以降、右肩下がりになっています。このように、昨年は両地域の業績には明らかな乖離がありました。この3か月間は期待値がやや軟化したものの、直近の四半期決算を見ると、年率ベースの増益率はわずかながらプラスを維持しています。

従って、コンセンサス予想はあまりに低すぎると考えています。実際に市場が織り込んでいる企業利益予想は過去25年間で最も悲観的です。去年も同様に悲観的でしたが、今のところ、その状況に変化はありません。

今後の方向性を把握するために、チームとしてどのようなマクロ経済指標を見えていますか。

例えば、購買担当者景気指数（PMI）を見えています。PMIは企業業績の伸びを示唆する強力な指標であり、市場の値動きに大きな影響を与える傾向にあります。PMIは引き続き堅調であり、この地域のマクロ経済の底堅さを支持する内容となっています。その多くはガス価格の下落や中国の経済再開に起因しています。しかし、多くの企業にとって追い風となってきた在庫循環などには引き続き注意が必要であり、PMIを注意深く観察してシグナルを探っています。

加えて、インフレについても触れる必要があります。数カ月後からインフレの低下スピードが速まると考えています。銀行セクターの最近の出来事とは関係なく、これは金融引き締めサイクルの終了が近づいていることを意味しています。スタイルの観点から言えば、割安となったクオリティ銘柄の支援材料になるかもしれません。私たちにとっては、素晴らしい企業に投資するチャンスが広がっているということです。

また、中央銀行によるリスクにも注目しています。高金利の状況が長引けば、消費に悪影響を及ぼしますが、依然として失業率は低いまです。もし、このような状況が積極的に解消されるとなると、深刻な企業業績の悪化が起きるかもしれませんが、今のところ、その可能性は低いと考えています。

多くの要素が変化し続けています。ファンダメンタルを重視する株式運用者として、注目すべき重要なことは何でしょうか。

マクロ経済に関するノイズは多くありますが、銘柄選択については、資本集約度が低く、持続可能で一貫した高いリターンを提供する企業の発掘に集中しています。このような企業にはある程度、保守的な傾向があり、景気後退に対応できる強さを兼ね備えています。

高いリターンや資本コストを超える利益を上げ、継続的に再投資を行える企業に焦点を当てることが、長期的に株主にリターンをもたらす鍵であることに変わりはありません。この1年半で多くの欧州株式が割安となりました。そのおかげで、魅力的で有力な企業への投資が可能になったと考えています。

1 出所: www.bloomberg.com, 2023年3月時点。

2 出所: IBES, MSCI ,Bernstein analysis, 2023年2月時点。

ディスクレーム

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management