



EURO Trends

マクロ経済分析レポート

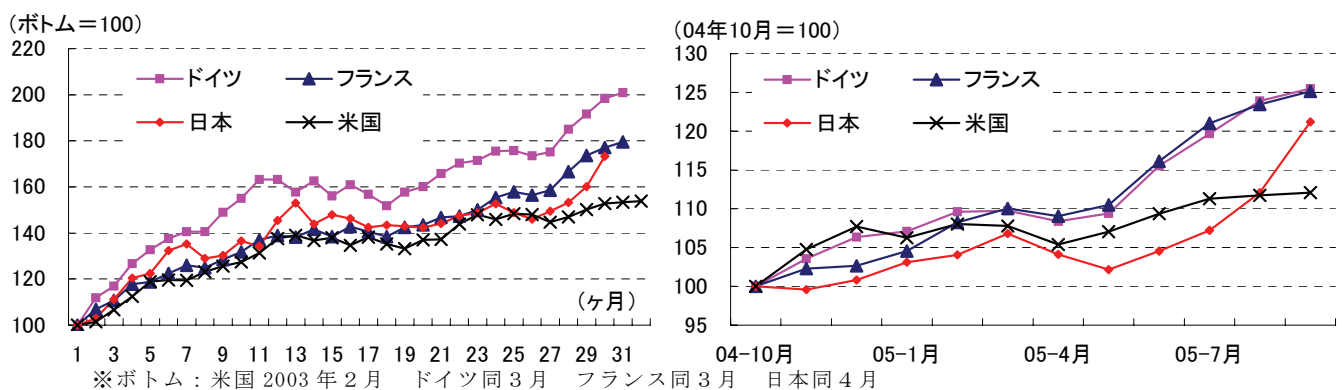
テーマ：日米よりも上昇率の高い欧州株
発表日：2005年10月19日（水）
～ 原油価格上昇による欧州株の相対的評価の向上 ～
(No. ET-05)
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 高村 正樹 (03-5221-4523)

要旨

- 世界的な株価上昇傾向が続く中、ドイツやフランスといった欧州株は相対的にパフォーマンスが良い。欧州株が上昇している要因としては、景気回復期待の高まりに加え、積極的なリストラにより域内企業の収益性が向上していることが考えられる。
- 欧州よりも経済成長率の高い日本や米国と比較して、相対的に欧州株価の上昇率が高い要因のひとつとしては、原油価格上昇による欧州経済への相対的評価の向上が挙げられよう。欧州は原油高に対して比較的抵抗力があると見られるため、中東や米国からの株式投資が増加していると考えられる。

●世界的な株高傾向が続く

循環的な景気回復が続く中、世界的な株価上昇傾向が続いている。図1（左図）は主要国における株価の推移を見たものであるが、各国とも2003年前半をボトムに上昇基調にあることが分かる。その中でも特に、ドイツやフランスといった欧州株は相対的にパフォーマンスが良い。これは、ボトム時点における欧州株価が、もともと日本や米国よりも低かったため上げ幅が大きく見えるという指摘もできよう。しかし、直近1年間だけを取り上げても、やはり欧州株のパフォーマンスの良さに変わりはない（図1右図）。

図1 主要国株価（MSCI）の推移


そもそも、なぜ欧州株は上昇が続いているのであろうか。

まず、米国を中心とした海外経済の底堅い回復が考えられる。つまり、海外景気の拡大が続くことにより、ユーロ圏では域外受注や輸出が増加し、それにより外需主導型であるユーロ圏の景気回復期待が高まっているのである。また、2005年入り後の通貨安基調を受けて、ユーロ圏の輸出競争力が強まり、更なる輸出拡大期待が高まっていることも株価上昇の追い風となっているようだ（図2、3参照）。

図2 製造業受注の推移 (ドイツ、3ヶ月平均)

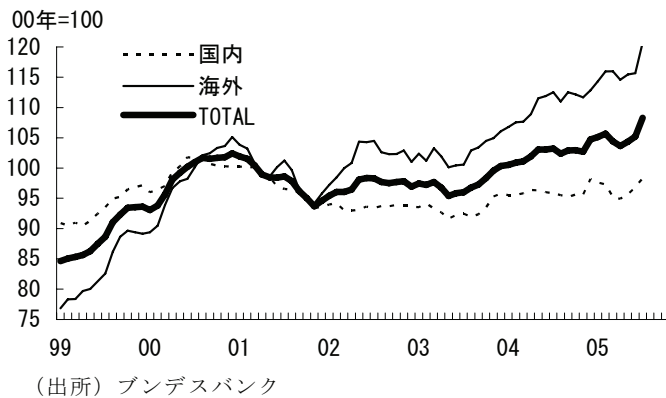
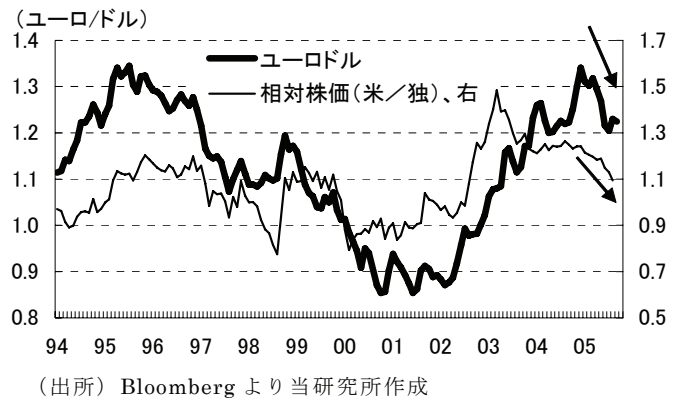


図3 為替の推移



さらに、企業の収益性が改善していることも指摘できる。ドイツやフランスといったユーロ主要国は、積極的な人員削減等によるリストラを行い国際的な競争力を強化しているが、その効果が次第に表われ、生産性・効率性の高い企業が誕生したことを市場が評価しているのだろう。図4でユーロ圏の労働分配率 (=雇用者報酬/国民所得)を確認すると、国民所得が底堅く増加した一方で雇用者報酬の伸びが限定的であったことから、2003年半ば以降の分配率は急激に低下している。これはコスト削減により企業が収益を出し易い体質に変化していることを表している。

以上のように、欧州株の上昇は、内外の要因が重なって市場に評価された結果と言えよう。

しかし、過去2年間の実質GDPを見ると、日本や米国の方が成長率は高く、先行き(市場コンセンサス)についても、ユーロ圏の成長率は相対的に低い伸びにとどまっている(図5参照)。このような状況の中で、いったいなぜ欧州株は他国よりも好調なのであろうか。

図4 ユーロ圏労働分配率

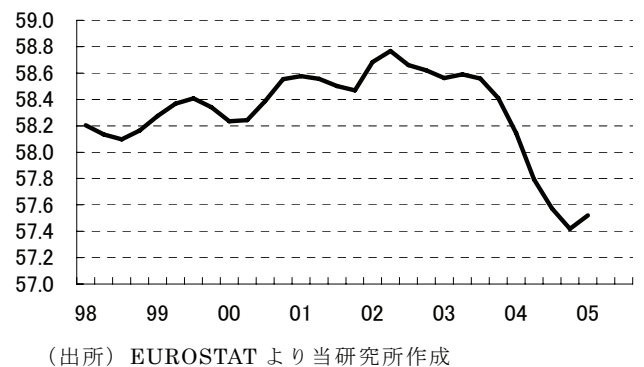
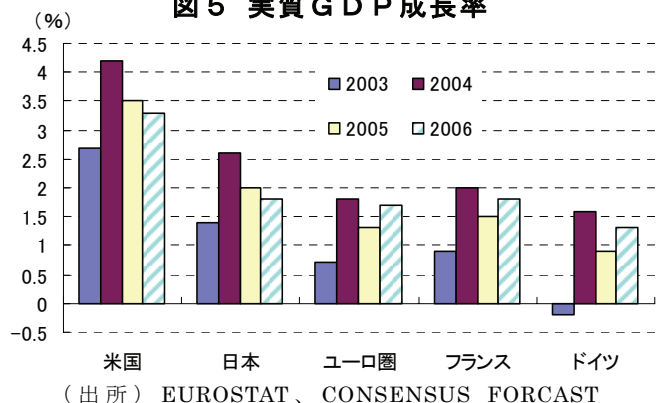


図5 実質GDP成長率

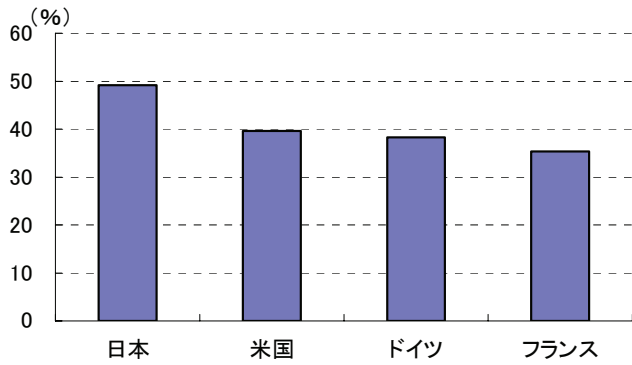


● 欧州株における相対的に高いパフォーマンスの理由

注目されるのは、「原油価格上昇による欧州経済への相対的評価の向上」が考えられる点である。

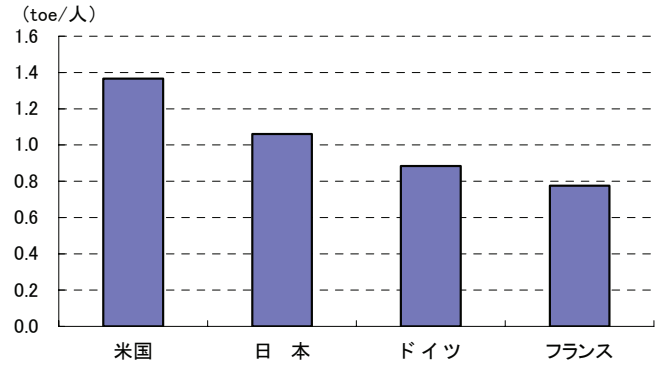
例えば、図6の「エネルギー供給源別構成比における原油の割合」を見ると、欧州は石炭や原子力の使用割合が比較的高いため、原油依存度は日本に比べて10ポイント程度低い。また、図7で「産業部門における一人当たりエネルギー消費」を確認すると、多量にエネルギーを消費している米国と比べて、ドイツやフランスの消費量は約半分となっている。この他にも、極端に輸入に頼っている日本のエネルギー自給率等、様々な要素を勘案すると、欧州経済は原油高に対して比較的抵抗力があるということが言えそうだ。

図6 エネルギー供給源別構成比 (原油)



(出所) 経済産業省「エネルギーに関する年次報告 (エネルギー白書)」

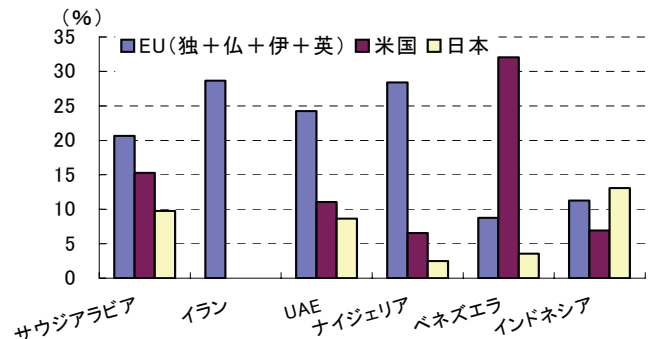
図7 一人当たり最終エネルギー消費 (産業部門)



また、産油国による輸入拡大の恩恵を欧州が最も享受し易いということも、原油価格上昇が欧州経済の評価上昇に繋がる要因として考えられよう。つまり、「原油高→産油国経済の活況→産油国による輸入の拡大」という一連の図式の中で、中東諸国の主要な貿易相手国である欧州が最もオイル景気の恩恵を受け易いと考えられるのだ。図8はOPEC加盟国の輸入統計であるが、ベネズエラやインドネシアでは地理的に近い米国や日本からの輸入割合が高いものの、中東諸国においては歴史的にも関係の深い欧州諸国との結びつきが圧倒的に強いことが分かる。また、図9のユーロ圏の域外向け輸出を見ても、他地域向けに比べてOPEC向けは高い伸びを示していることから、実際に原油高により欧州はOPEC諸国から恩恵を受けていると推測される。なお、2001年もOPEC向け輸出が全体を上回って推移していたが、この時期も今回同様原油生産量が増加していたことから、OPEC諸国は多量の外貨を獲得し、欧州を中心に輸入を行っていた模様である (図10参照)。このように、原油購入代として世界各国から産油国に向かった資金は、その後各国の産油国向け輸出を通じて、ある程度手元に戻ってくると考えられるが、その還元度合いは欧州が最も高いということが言えるだろう。

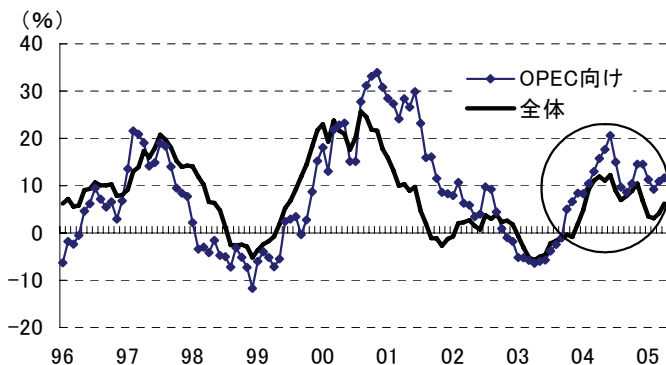
その他、テクニカルな要因ではあるが、MSCIを構成しているセクター別ウエイトを見ると、欧州株はエネルギーや素材関連企業の割合が大きく、原油の動向に左右されやすい構造になっていることも、欧州株の上昇幅が大きい理由のひとつであると考えられる。

図8 OPEC諸国の輸入割合 (国別)



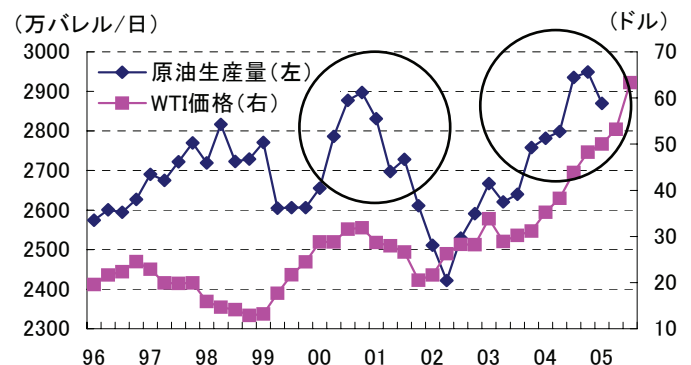
(出所) JETRO

図9 EU域外向け輸出とOPEC向け輸出 (前年比)



(出所) EUROSTAT

図10 OPECの原油生産量とWTI価格



(出所) Datastream

※図8のEUは、イランは「独・仏・伊」の合計、ベネズエラは「独・伊・英」の合計、インドネシアは「EU全体」で計算

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

●欧州株へ海外資金が流入

ECBのデータによると、ユーロ圏の対内証券投資 (Net) は資金流入が続いている (図 11 参照)。特に 2004 年半ば以降は株式投資における流入が目立つが、この要因としては一般的に「原油価格上昇によって膨らんだ中東資金が欧州株に流れている」という、いわゆるオイルマネー流入説が言われている。しかし、先述したように海外投資家による欧州株に対する相対的な評価も改善していることから、中東以外の地域からも資金が流入している。例えば、米国を投資主体とする日本・欧州向け株式投資の推移 (図 12) を見ると、日本・欧州株への投資額は過去においてほぼ同程度の動きをしていたが、原油価格が過去最高値となる 1 バレル=30 ドル後半で推移し始めた 2004 年半ば以降は欧州株向けの投資額が大きくなっている。

図 11 ユーロ圏の対内証券投資
(Net、3ヶ月平均)

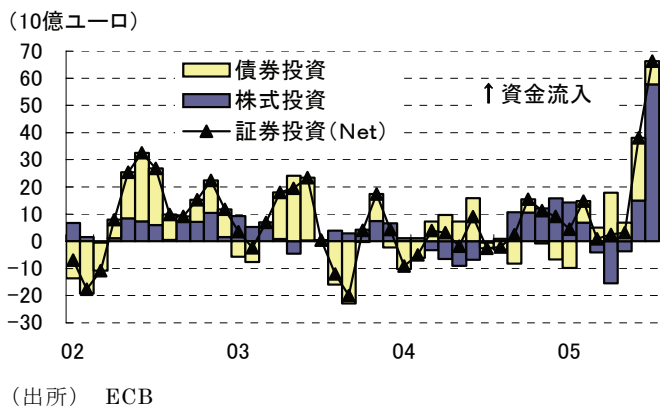
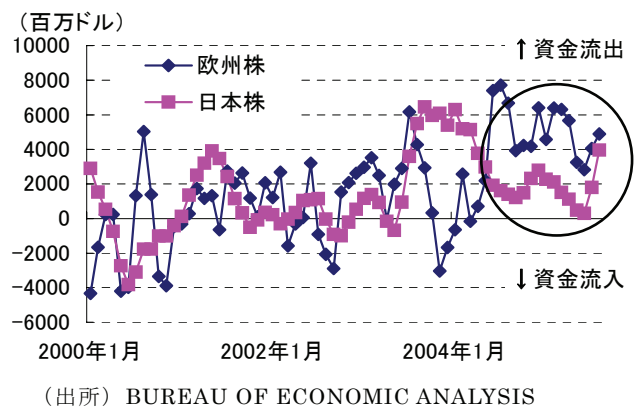


図 12 米国による日本・欧州向け株式投資
(Net、3ヶ月平均)



以上をまとめると、欧州株が堅調に推移している要因としては、①景気回復期待の高まりや、②リストラを通じた企業収益の底堅い動きに加え、③原油価格上昇により相対的な評価が向上した欧州経済に対して海外投資家が投資資金を増やしたことが挙げられよう。

このような観点から欧州株価の先行きを見ると、足元では外需が拡大していることや、企業の景況感が改善し始めていること等から、市場による欧州景気に対する見方は今後も楽観的な方向に動こう。加えて、シーメンスやダイムラークライスラーが新たに雇用削減案を提出するなど、主要企業によるリストラは継続的に進められていることから、収益を生みやすい体質への変化は一層進むと見られる。原油価格については、足元で不安定な動きをしており先行きを予測することは難しいが、世界的な景気拡大等を考えると高水準で高止まりの可能性は高く、潤沢な資金を持ち好景気が続くOPEC向けの輸出は今後も高い伸びが持続すると見られる。これらを総合すると、欧州株はしばらく堅調に推移する余地は大きいと言えよう。