

CIO View

CIO Special

2025年4月11日



Europe's time to shine

欧州の再発見：欧州が主導権を握るとき

トランプ政権による世界貿易への正面攻撃は、欧州も影響を免れません。しかしながら、主な犠牲者は米国の株式市場になる可能性があり、米国と欧州の株式バリュエーションの格差が大きいことがその理由です。ドイツの債務ブレーキ緩和もあり、欧州株式は相対的な魅力を高めています。

概要



ヴィンチェンツォ・ヴェッダ
チーフ・インベストメント
オフィサー



マーティン・モリソン
マクロ・リサーチ部長



フリッピ・シュベネケ
欧州エクイティ共同責任者

- 欧州は自らの価値を見つめ直す必要があります。米国の外交政策、ウクライナ戦争、経済成長の鈍化が、そうせざるを得ない状況を生んでいます。
- 世界の投資家はすでに欧州の価値に注目しています。第1四半期の欧州株式のパフォーマンスは米国株式を過去25年で最も大きく上回りました。
- ドイツでの新政権の発足と可決された財政・防衛パッケージは、欧州市場の勢いを長期化させる可能性があります。
- 4月2日に米トランプ政権が発表した相互関税は予想上回る大幅なものとなり、世界の株式市場は急落しました。4月9日には一部関税について90日間の猶予措置が発表されましたが、われわれは市場予測の見直しを迫られています。市場のダメージは既に発生しており、米国に対する信頼は失われました。関税政策は敗者だけをもたらすものの、欧州株式は米国株式よりも失うものが少ないと考えて、欧州株式の見通しをオーバーウェイトに引き上げます。

「ヨーロッパの春」の3つの要因

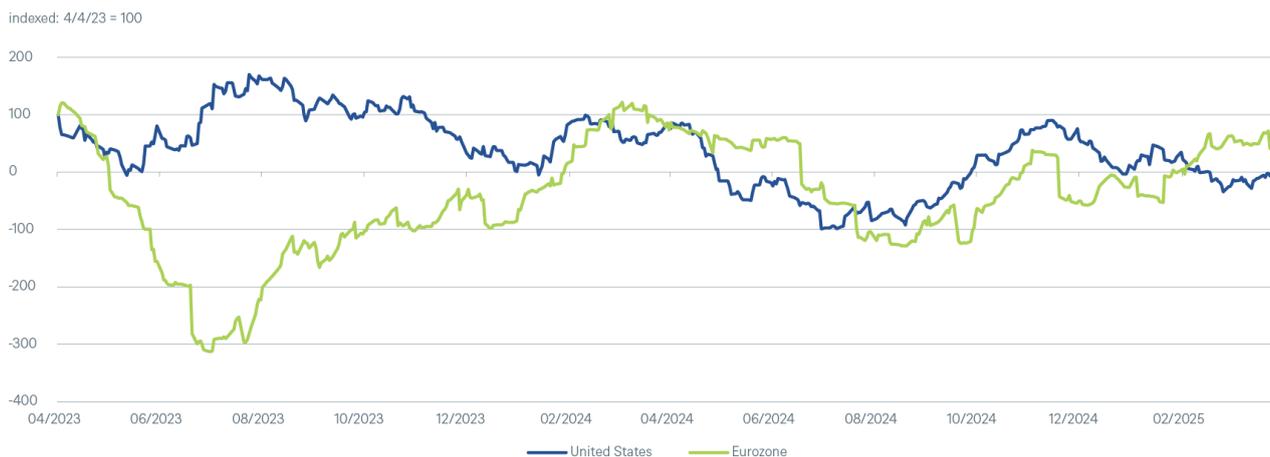
米国の政治に悩まされる投資家は欧州の新たな勢いを歓迎

4月初旬にドナルド・トランプ大統領が物議を醸す相互関税の公表で全世界に衝撃を与える以前から、株式市場の動向はアメリカの投資家を驚かせていました。第1四半期にS&P500種株価指数が下落した一方で、欧州株式は好調に推移し、米国株式とのパフォーマンス格差は約25%に達し、2000年のインターネット・バブル崩壊以来の高水準となりました。

この背景には3つの要因があります。第一に、ドナルド・トランプの大統領選での勝利を受けて、すでにバブル状態だった米国株式市場が2024年末にかけてさらに盛り上がりを見せました。これにより、株式バリュエーションは歴史的な高水準となり、世界株式における米国株式の比率が過去最高に達しました。この楽観的な状況から、発足後数週間における米トランプ政権の動向が有権者、企業、市場を不安に陥れたため、米国投資の下振れリスクが高まりました。懲罰的関税とイーロン・マスクが率いる政府効率化省（DOGE）による大幅な歳出削減が引き起こした混乱は、規制緩和と減税に対する市場の期待を圧倒しました。さらに、中国の人工知能（AI）企業ディープシーク（DeepSeek）の台頭が、米国ハイテク・セクターの全能性の神話に水を差しました。

第二に、もはや米国の支援は当てにできないという空気の中、戦後秩序の終焉と思われる事態に欧州は対応しました。ドイツの財政政策の転換は重要な決断であり、他の欧州諸国にも財政出動の余地を与えるでしょう。構造的な財政赤字を国内総生産（GDP）のわずか0.35%に制限するドイツの「債務ブレーキ」の大幅な緩和は、世界の投資家から大きな熱狂をもって迎えられました。第三に、この2つの動きは、欧州株式が米国株式に対して約40%の記録的なディスカウントで取引され、反発の機会を伺っている中で起こりました。同時に、ユーロ圏の経済データは2024年半ばからエコノミスト予想を上回る傾向を見せる一方で、米国の経済データは2024年11月から期待を下回り始めました。

図1：経済データ 欧州はポジティブ、米国はネガティブ



シティ経済サプライズ指数 出所：LSEG Data and Analytics, DWSインベストメントGmbH（2025年4月3日現在）

トランプ政策は主に敗者を生み出すが、欧州への打撃は比較的軽微となる可能性

本レポートの前編では、ドイツが財政出動により、国家の信用力を著しく低下させることなく、経済成長の問題を緩和できると考える理由を示します。その中で、インフラ整備と防衛の2分野への財政出動の資金が経済へ流入するスピードと、債務ブレーキの緩和がドイツ国債の利回りに与える影響を検証します。

本レポートの後編では、欧州株式の見直し引き上げについて述べます。トランプ政権による相互関税と信念を貫く姿勢により、世界経済の座標軸は大きく変化しました。いわゆる「トランプ・ブット」、株式市場が大きく下落すれば、トランプ大統領は最も経済に打撃を与えるアイデアを実行に移さないだろうという希望的観測は、希望的観測に過ぎなかったと証明されました。私たちは、トランプ大統領が4月9日に部分的な撤回を余儀なくされた理由は、債券市場の動向と考えています。最も高い関税の一部は90日間停止されましたが、金融市場に対するダメージは既に発生しています。中国との貿易戦争はさらにエスカレートし、企業の設備投資は依然として不確実性に直面しており、もちろん、関税は大幅に引き上げられつつあります。世界経済の成長見通しと株価目標は下方修正せざるを得ないものの、今回の見直し変更は、欧州に対する評価の相対的な引き上げといわれわれの主張を強化するものです。投資家の資金は、相対的にまだかなり高く評価されている米国資産からの資金流出は継続し、欧州資産に流入するでしょう。

1. 首相になる前から君臨するフリードリヒ・メルツ氏

1.1 1兆ユーロの財政出動の内容と債務ブレーキの行方

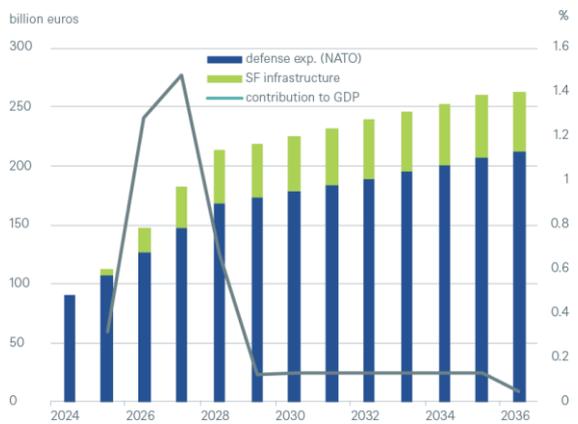
3月18日、ドイツのフリードリヒ・メルツ次期首相は財政出動に裁量を与える憲法改正案について、連邦議会で必要な3分の2の支持を得ることに成功しました。同改正案の第一部は、インフラ整備と2045年までの気候中立の達成のために、12年間で5,000億ユーロの追加投資を行う特別基金を設立するものです。具体的には、インフラ整備には連邦政府から3,000億ユーロ、州政府から1,000億ユーロの支出が認められ、残りの1,000億ユーロは気候変動対策に充てられます。重要なのは、インフラ特別基金からの支出が「追加」投資に限定されている点であり、同資金が他のプロジェクトや社会支出に流用されることを防ぐものです。

同改正案の第二部は、州政府の財政について、今後はGDP比0.35%を上限とする債務を認めるもので、今年のGDPに基づけば約150億ユーロに相当します。これまでは、州予算は常に均衡を保つことが求められてきました。

同改正案の第三部は、防衛費（連邦軍およびその他の安全保障政策）について、同支出のGDP比1.0%を超える部分は、連邦債務の追加限度額の計算（債務ブレーキ）から除外されます。軍事防衛だけでなく、国民・住民保護、サイバーセキュリティ、情報機関も当例外の恩恵を受けます。NATOの定義による防衛費は、現在（2024年）の900億ユーロから徐々に増加し、2028年には1,700億ユーロに達すると見込んでいます。これはGDP比2%から3.5%への増加に相当します。

ドイツの政府支出は年間最大2000億ユーロ増加する可能性

図2a：国防費とインフラへの追加支出は、2026-2027年のGDP成長率を1%ポイント以上押し上げる可能性あり



出所：ドイツ国防省、DWSインベストメントGmbH（2025年4月7日現在）

図2b：財政パッケージは稼働が不十分な生産能力に全体的な影響を与えるが、個別セクターへの影響を見る必要あり



出所：Haver Analytics、DWS インベストメントGmbH（2025年3月31日現在）

これは、ドイツの連邦財政の赤字（景気循環調整後）をGDP比0.35%に抑えてきた債務ブレーキの大部分が撤廃されることを意味します。それでも、ドイツは堅実な債務国であり続けるでしょう。たとえあらゆる可能性を「限界まで」使い果たしたとしても、連邦財政赤字がGDP比4%を超える可能性は低く、特別基金が使い果たされる2036年には、公的債務残高はGDP比80%をわずかに超える程度となるでしょう。これはG7諸国の中では依然として最低水準であり、より現実的な仮定では、12年後の公的債務残高はGDP比75%程度になると予想しています。

財政パッケージをポジティブに捉える理由

防衛費が目標のGDP比3.5%に達するまでには数年かかると想定しています。また、同支出による財政乗数効果は、当初は1を大きく下回ると仮定しています（図2a参照）。これは、当初は空になった倉庫の補充に多くの資金が費やされ、一部の商品は海外に発注されることが予想されるためです。経済の他のセクターへの潜在的な波及効果が目に見えるようになるのは、それ以降になるでしょう。インフラ支出の財政乗数効果についても同様の推計アプローチをとっています。財政乗数効果は当初から1を見込んでいますが、ドイツの官僚主義の動きの遅さを考慮すると、インフラ支出が年間500億ユーロに達するまでに数年かかると想定しています。しかし、図2bが示すように、いずれの財政刺激策も産業界の未稼働生産能力を対象としており、経済に大きなプラスの効果をもたらすと見込んでいます。このため、3月にはドイツの成長率見通しを2025年0.4%、2026年1.6%へと引き上げました。経済成長と現在の公的債務水準が相対的に低いおかげで、ドイツは財政的に安定した国であり続けると我々は見えています。米トランプ政権による関税導入後には、成長予想を引き下げる可能性が高いものの、債務比率は比較的堅調な水準を維持すると予想しています。

ドイツの成長問題の解決には、さらなる構造改革が必要

しかしながら、ドイツの経済成長には何よりも大きな問題があります。ドイツのインフラ投資が遅れていることは、様々な国と比較しなくとも、ドイツ国内を何らかの交通手段で移動したり、官公庁と電子的なコミュニケーションをとろうとすれば、誰もが気付くことです。ドイツ経済専門家評議会は、ドイツの潜在成長率をわずかに年率0.5%としています。包括的な構造改革がなければ、この乏しい潜在成長率は改善せず、連邦政府の新たな財政出動は単なる一時的な効果に留まるか、インフレを引き起こすだけでしょう。

まず、労働市場は潜在成長率を引き上げる重要な手段です。労働供給を改善するためには、より高い技能を持つ移民の獲得や、法定退職年齢または少なくとも実退職年齢の引き上げ、失業者の就労意欲の向上などを含む構造改革が早急に必要であり、その実現には、社会サービスの包括的な改革が必要です。また、ドイツが長期的に国際競争力を保つには、教育分野への大きな投資も必要です。しかし、新連邦政府が構造改革に対して十分かつ大胆なアプローチをとれるかは、まだ分かりません。

ドイツにおける政治的影響

国外では高く評価された財政パッケージも、ドイツ国内では大きな政治的打撃を受ける可能性があります。メルツ氏が率いるキリスト教民主同盟（CDU）では総選挙後に離党者が増えており、多くの同党員だけでなく同党への投票者も失望させています。特に、メルツ氏が総選挙の数日前に連邦債務についてまったく反対の意見を表明していたことも影響しています¹。トランプ氏とゼレンスキー氏の悲惨な会談が、同党綱領の根幹をすべて崩し、財政拡大主義に導いたように見えることを、多くの国民は受け入れようとしていません。4月4日のINSA（インスタイト・フュー・ニュー・ソーシャル・アンター）の世論調査によると、極右政党であるドイツのための選択肢（AfD）の国内支持率は24%に達し、CDUと並ぶ歴史的な高水準となっています。

ドイツの政治的ムードの変化の度合いは、政策の方向転換が透明性をもって実行されるかにかかっています。いまのところは、選挙結果やメルツ氏の計画が、ドイツ企業の熱意に火をつけた様子はありません。しかし、4月9日に発表された大連立合意は、低い事前予想を上回る結果でした。特に、新規投資に対する優遇措置や、官僚主義を減らすための具体的な施策は好材料です。

1.2 他の欧州諸国も追随するか？

EU諸国の防衛費予算は相対的に小さいが、各国は予算制限を緩める方向

欧州委員会は、変化する世界の安全保障構造に対応するため、「ReArm Europe Plan Readiness 2030」（欧州再軍備計画）を発表しました。欧州委員会によると、加盟国は8,000億ユーロを超える防衛投資へのアクセスが可能となり、SAFE（Security Action for Europe）のような仕組みを通じて、防衛装備品の共同調達のために1,500億ユーロの資金が提供されます。これらの資金は、欧州製の防衛装備品の購入に振り向けられるため、技術革新を促進するとともに、各国軍間の相互運用性を確保します³。

資金調達戦略の一環として、欧州委員会は加盟国に対し、既存の財政ルールの範囲内で防衛費の一時的な増額を認めるEU安定成長協定の国別エスケープ条項を活用するよう促しています。さらに、欧州投資銀行は、防衛プロジェクトを支援するために民間資本を動員する上で重要な役割を果たすことになります。

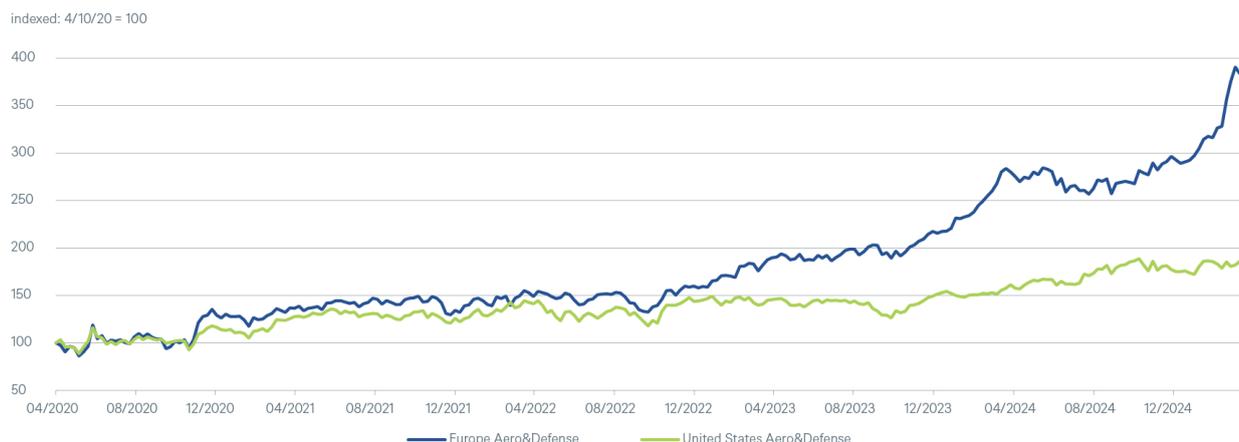
私たちはこの財政パッケージには慎重な見方をしています。最終的に欧州連合（EU）が新たに提供する資金は1500億ユーロに過ぎません。各加盟国が安定成長協定のエスケープ条項を利用してさらに6,500億ユーロを調達する意欲は、イタリアやフランスに限らず多くの加盟国が財政的にひっ迫していること等から限定的であると考えます。

¹ 2025年3月25日付 Die Welt紙 CDU-Austrittswelle 参照

² ワールヒトを参照、2025年4月4日現在

³ 欧州委員会 2025年3月12日 "Introducing the White Paper for European Defense and the ReArm Europe Plan -Readiness 2030 "

図3：欧州の再軍備化は2年以上前から株式市場でも大きな反応



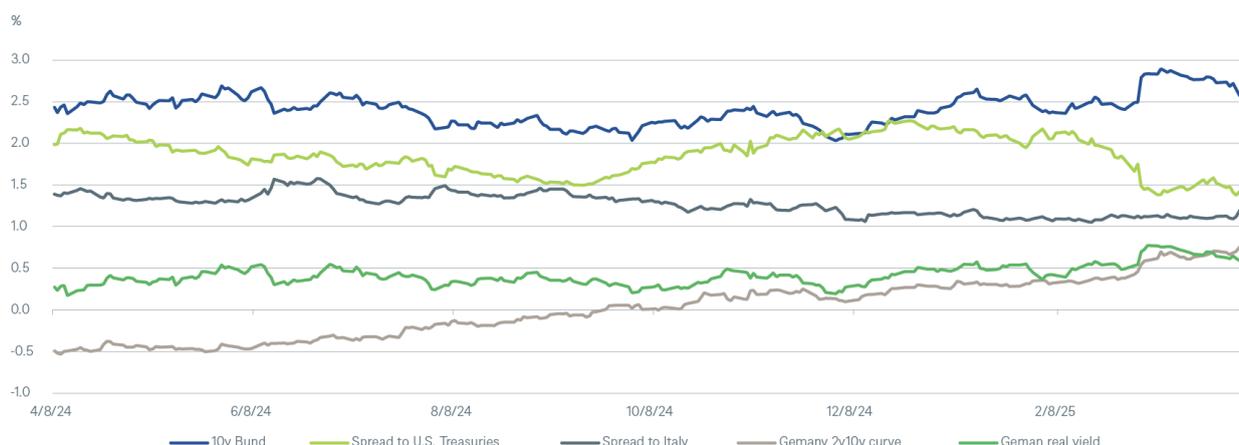
出所：Bloomberg Finance L.P., DWSインベストメントGmbH（2025年4月4日現在）

1.3 債券市場における抑制的な反応は、公的債務の見通しにより正当化される

ドイツ国債は全体的に、この財政パッケージに対してかなり慎重な反応を示しました。当初の30ベース・ポイントの利回り上昇は、3週間でほぼ半減しました。債券市場は現在、インフレよりも景気下振れ懸念に支配されています。ドイツの財政パッケージや米トランプ政権による関税引き上げの影響を受けて、欧州中央銀行（ECB）による2026年3月までの利下げ見通しは3回から1回に引き下げられました。最終的な関税政策により、これを修正する必要があるかどうかは今後の状況次第です。

市場の反応が鈍い理由は2つあると思われます。第一に、市場はこの財政パッケージが2026年という早い時期に連邦予算に大きな影響を及ぼし、その結果、連邦政府の借入に大きな影響を与えることを疑問視している可能性があります。第二に、多くの不確定要素のために私たちのモデル計算はまだ初期段階ではありますが、非常に悲観的な仮定の下でも、5年後の公的債務残高はGDP比80%を超えないことを示しています。

図4：米国の関税ショックは今や世界の金利変動の主因



出所：Bloomberg Finance L.P., DWSインベストメントGmbH（2025年4月7日現在）

2. 欧州株の投資判断をオーバーウェイトに引き上げ

2.1 欧州株式 - トレンドの反転か、短期的な調整か？

欧州株式の苦難の歴史、特に米国株式に対してアンダーパフォーム

今回の市場混乱の前から、トレンド転換の兆しは見えていました。米国株式が世界の競合市場を大きく引き離れた時代は、2009年の金融危機の終息とともに始まり、米国連邦準備制度理事会（FRB）の断固とした介入や、（債務増大と巨額の財政赤字の犠牲を引き換えの）堅調な経済成長、そしてもちろん、米国のハイテク・セクターの優位性によるものでした。しかし、驚くべきことに、昨年11月のドナルド・トランプ氏の大統領選出は、ドイツ株式が米国株式をアウトパフォームし始めるきっかけとなりました。2024年末以降は、欧州株式も同様の動きを見せています。図5aが示すように、直近のアウトパフォーマンスは長期的なアンダーパフォーマンスに比べれば小さいものですが、図5bでは（間接的に）これが米国企業のより速い利益成長によるものでもあったことを示しています。欧州株式の米国株式に対するバリュエーション・ディスカウント（株価収益率（PER）で測定）は20%前後で変動していましたが、2016年以降は最大40%に拡大しました。これは、米国株式のバリュエーション上昇によるもので、S&P500の予想利益ベースのPERは、2016年の16倍から2021年の22倍に上昇しました。欧州ではドイツ株式が10年近く低迷していましたが、再び存在感を示しつつあります。株価が大幅に改善したのはこの半年ほどですが、ドイツ株式のバリュエーションは、2022年の欧州他地域に対する10%のディスカウントから、現在はほぼ同等水準までバリュエーションが上昇しています。

欧州株式は20年近く米国株式にアンダーパフォームし、バリュエーション・ディスカウントは記録的な水準に。最近、ドイツ株式はその差をいくらか縮小

図5a：パフォーマンス：欧州は数十年にわたり米国をアンダーパフォームしてきたが、最近になり、欧州の中ではドイツがアウトパフォーム*。



* Datastream の地域別トータル・リターン・エクイティ・インデックスに基づく。出所：LSEG データおよびアナリティクス、DWSインベストメントGmbH（2025年4月7日現在）

図5b：バリュエーション（PER）：欧州は米国に比べて依然として割安だが、ドイツは15年ぶりに欧州全体より割高に*。



* Datastream の地域別株価指数に基づく。出所：LSEG Data and Analytics、DWSインベストメントGmbH（2025年4月4日現在）

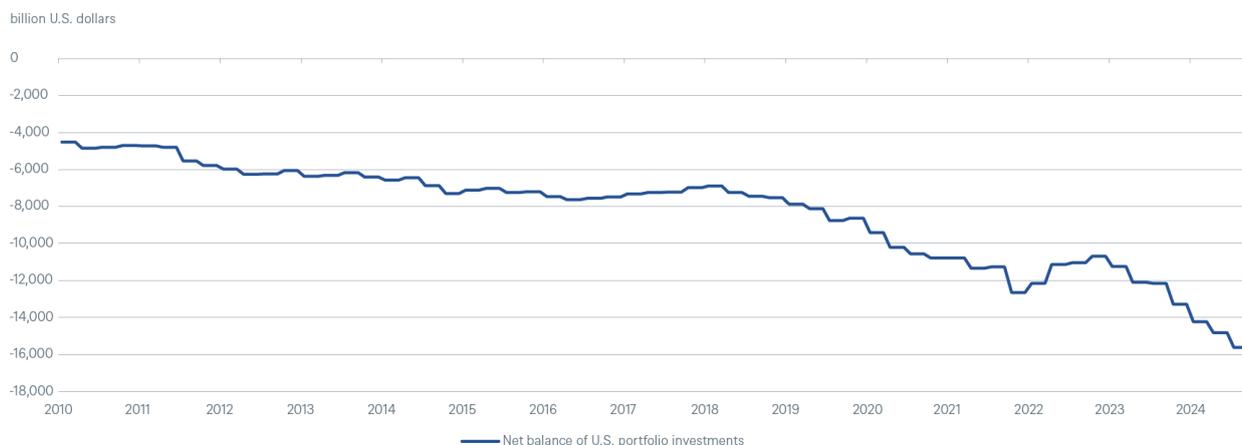
当初、輸出志向の国々はトランプ大統領による懲罰的関税政策に対して脆弱であると考えられていたため、ドナルド・トランプ氏当選後の欧州株式、特にドイツ株式の米国株式に対するパフォーマンスは注目に値します。当時すでに、投資家はトランプ氏の当選が世界の他の国々をより緊密に結びつけることに懐疑的であったのか、あるいは、2024年11月初めにも社会民主党が率いる「信号連立政権」（各党のイメージカラーが赤黄緑）が崩壊し早期に総選挙が行われる見通しとなったことがDAX指数に利益をもたらしたかどうかは不明です。

4月初めの世界市場の急落後、欧州株式は2024年半ば以降に蓄積された米国株式に対する追加的なバリュエーション・ディスカウントを完全に取り戻しましたが、依然としてディスカウントは33%に留まっています（図5bは平滑化された6か月の数値）。ただし、企業業績の見通しは若干のタイムラグを経てから修正されるため、将来の収益に基づくPERは歪んだイメージを与える可能性があります。

何年もの間、投資資金は主に米国に流れていた

この2市場を比較する際には、2つのことを念頭に置かなければなりません。1点目は市場規模の違いです。S&P500指数の時価総額は50兆米ドルであるのに対して、Stoxx600指数の時価総額は10兆ユーロです。Stoxx600社のうち上位200社を除いた中小型銘柄に焦点を当てると、時価総額はわずか3兆ユーロです。言い換えれば、S&P500指数の6%で欧州中小型株セクター全体が買えることになります。2点目は、新型コロナウイルスのパンデミック後、海外から米国への投資資金の流れが加速したことです。米国の消費者が海外から商品を購入するように、外国人は米国の金融資産を購入しています。図6は、米国の金融資産のネットポジションを示しており、外国人の対米投資額が米国人の対外投資額を上回った合計額が16兆米ドルに達したことを示しています。新たな多極化世界において、各国政府が生産設備だけでなく資本も本国に還流させたいと考えて一部でも還流すれば、しばらくの間は米国から資金が流出し、再び欧州の金融資産に還流する可能性があります。

図6：外国人投資家は16兆米ドル相当の米国金融資産を積み上げてきた。この流れは逆転しようとしているのだろうか？



出所：Haver Analytics, DWSインベストメントGmbH（2025年9月現在）

トランプ関税ショック後、景気見通しは不確実に

年初来のセクター別リターンは、4月初めの市場の混乱で大きく変化しました。それまで欧州では景気敏感銘柄が上位を占めてきましたが、投資家はここに来てディフェンシブ銘柄に避難しています。その結果、景気敏感銘柄は過去半年間に築き上げたディフェンシブ株に対するリードを失いました⁴。また、2月まで好調だったセクターが投資家の利益確定の売却により最も下落したことも明らかです。3月中旬までは、米国の成長懸念と製造業セクターの緩やかな回復が、よりシクリカル志向の強い欧州のセクター構成に有利に働いていました。関税政策による貿易への打撃により、この論拠は弱まっていますが、とはいえ、米国では成長セクターに対して失望する可能性が依然として高いと考えています。それでも、テクノロジーセクターは引き続き重要な役割を果たしています。人工知能（AI）のトレンドも、欧州にとってプラス要因として働くかもしれません。AIソリューションの発明者や、実現者、プロバイダーに関する「AIユーフォリア」は徐々に後退しつつありますが、一方、欧州では製造業者がAIを活用して売上拡大とコスト削減を実現するため、AI投資がようやく原動力として注目され始めたところです。

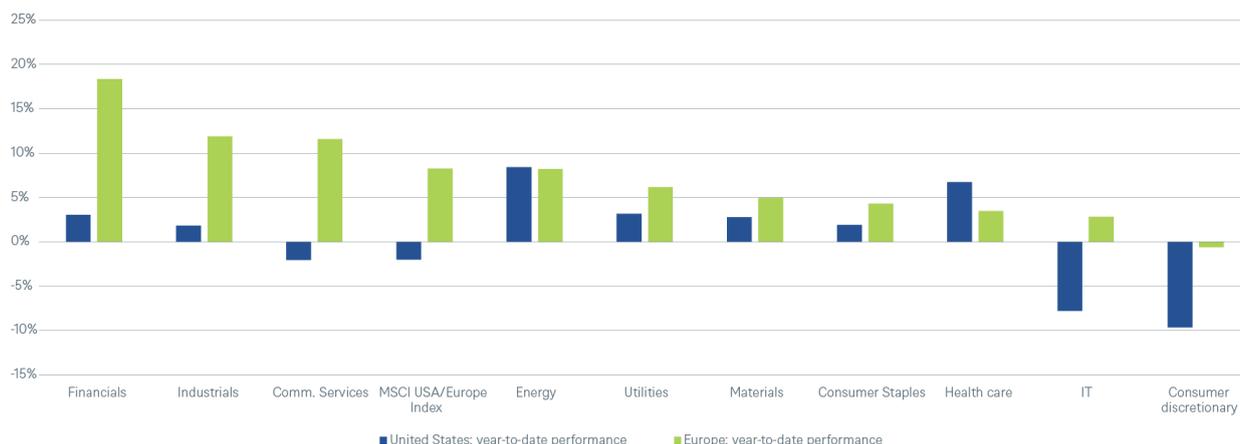
構造的には、米国はセクター構成が優れており、欧州は景気循環セクターへの偏りあり

米国株式と欧州株式の違いを生む構造的要因を議論する際には、常に両者のセクター構成の違いを考慮に入れる必要があります。まず、米国株式には有利な点いくつかあります。テクノロジーやメディア／インターネット、ヘルスケア関連企業の割合ウエイトが高いため、欧州に比べて景気循環の影響をはるかに受けにくく、それに応じて利益率の高い「構造的成長企業」の割合が高いと考えています。さらにS&P500全体の利益率はStoxx600よりも高いのです（ブルームバーグの集計では、2024年の利益率は12.7%対10.3%）。また、マグニフィセント7指数に代表されるような有力なテクノロジー銘柄は、AIユーフォリアにより2024年にはバリュエーションが野心的な水準に達しましたが、今後もS&P 500の利益成長に大きく貢献すると私たちは引き続き予想しています。

⁴ UBS EUシクリカルズ対ディフェンシブ・ベア指数を参照

より優れた人口動態も米国中心の株式に有利に働いています。欧州とは対照的に、米国では労働人口が依然として増加しています。現在、私たちの見解では、米国に不利に働いているのは、やはり政治情勢です。関税政策とそれがもたらす不確実性が企業経営者を悩ませています。トランプ大統領が発表した関税が維持されれば、すべての国際的なサプライチェーンは限界を超えてひっ迫することになるでしょう。もちろん、このような市場環境ではディフェンシブ・セクターが優位を保ちます。

図7：欧州株は年初来では依然優勢だが、トランプ関税ショックでセクター別パフォーマンスの順位が入れ替わり



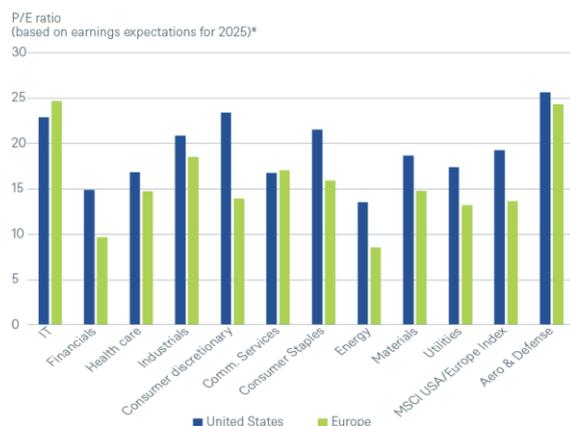
出所：Bloomberg Finance L.P., DWSインベストメントGmbH（2025年4月8日現在）

バリュエーション - 米国と比較してバリュエーションは割安であり、市場の混乱後も歴史的平均に沿った水準にある

図8aではセクター別バリュエーションに関する米国との比較を示しています。欧州株式の米国株式に対する30%超のディスカウントは目を引きますが、セクター間には大きなばらつきがあります。現在注目されている2つのセクターである情報技術（IT）と航空宇宙・防衛のバリュエーションは非常に似通っています。一方、図8bでは、最近の市場調整により、欧州の半数のセクターが過去10年平均よりも割安になっていることが示されています。ただし、これは2025年の収益予想に基づくもので、この収益予想は高すぎる可能性があります。

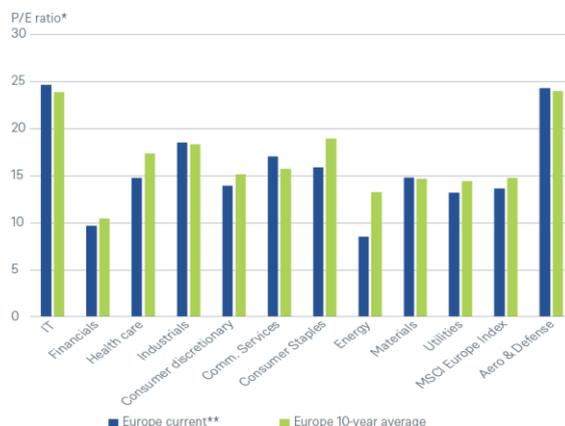
欧州セクターのバリュエーション（PER）を米国および過去10年平均と比較

図8a：アメリカに比べて欧州はまだ割安



* STOXX Europe Total Market Aerospace & Defenseに基づく Aero & Defenseを除き、全てのセクターデータはMSCIサブインデックスに基づく。出所：Bloomberg Finance L.P.、DWSインベストメントGmbH（2025年4月8日現在）

図8b：欧州の過去10年平均とは小さな乖離



* STOXX Europe Total Market Aerospace & Defenseに基づくAero & Defenseを除き、すべてのセクターデータはMSCIサブインデックスに基づく。** 2025年の収益予想に基づく。出所：Bloomberg Finance L.P.、DWSインベストメントGmbH（2025年4月8日現在）

EUと米国の収益成長率の格差は縮小する可能性はあるが、短期的には逆風が吹く可能性

収益モメンタムという点では、2007-2008年の金融危機以降の欧州はかなり低迷しており、2010-2020年の期間は、「収益成長が失われた10年」と呼べるかもしれません。2025年および2026年については、両地域の利益成長率は1桁台後半に収束すると予想していました。しかし、米トランプ政権の関税政策を受けて、これらの見通しの絶対値を見直す必要があるものの、以前の見通しよりも欧州がさらに有利になる可能性ができました。米国と比較した欧州のバリュエーションの割安度は依然として歴史的な高水準に留まり、欧州株式のオーバーワイトを示唆するなか、欧州の投資家にとっては別のバリュエーション指標が注目されつつあります。図9が示すように、10年物ドイツ国債利回りとDAX配当利回りを比較すると、12年以上の間では大きな乖離もありましたが、現在は約2.5%でほぼ同水準となっています。しかし、財政パッケージと関税戦争による新たな物価高騰を懸念する投資家は、債券よりも株式を選好する可能性が高いのです。

図9：配当利回りで測ると、ドイツ株式は歴史的にも債券対比でも割安とは言えない



出所：Bloomberg Finance L.P.、DWSインベストメントGmbH（2025年4月4日現在）

2.2 欧州株式の見通しをオーバーウェイトに引き上げ

米トランプ政権の相互関税が公表されるまでは、私たちは株式投資において特定地域に対する選好は示しませんでした。しかし、現在では欧州の見通しを引き上げ、オーバーウェイトとすることにしました。欧州の相対的な強さに関するこれまでの議論に加え、もう一つ重要な市場の側面があると考えています。神経質な市場の動きが続き、リスクの高い投資が敬遠される傾向が続けば、投資家は最も利益を生み出してきた投資対象を中心に売却して流動性を確保しようとするでしょう。それは主に成長セクターの株式であり、グローバル株式全体では欧州よりも米国の比率が大きくなっています。

欧州域内では国別選好なし

ドイツの歳出・債務政策の変化がドイツだけでなく欧州株式全体にも長期的にポジティブな影響を与えると期待しているため、欧州株式について、ドイツと他国との間での明確な選好はありません。そのためには、フリードリヒ・メルツ首相が社会民主党との連立合意に野心的な構造改革を盛り込み、それが目に見える形で実現されることが不可欠です。特に重要なのは、官僚制度の縮小と労働力供給の拡大策です。

中小型株は巻き返しの可能性と高い国内シェアが好材料、経済見通しの弱さは悪材料

現在、中小型株を取り巻く経済環境は不透明ですが、いくつかの強みがあります。

1. 米国政府の混乱から距離を置き、欧州の財政プロジェクトの恩恵を受けるには、自国市場での売上高シェアが高く、景気循環度が高い企業が必要となります。中小型株は大型株よりもその傾向が強く、例えば、DAX構成銘柄の売上高に占める欧州比率は30%に過ぎないと推定されますが、MDAX（DAX40に次ぐドイツの主要40銘柄）の同比率は40%です。
2. 図10aに示すように、中小型株は短期借入への依存のため、2022年から2023年にかけて債券利回りが上昇したことを受けて苦しみました。その後の債券利回りの安定により、直近2年では中小型株は大型株とほぼ同じパフォーマンスを示してきました。また、経済成長への懸念から、10年物ドイツ国債の利回りが短期間で再び3%まで上昇する可能性は抑えられる見込みです。
3. 図10bに示すように、小型株の大型株に対する相対バリュエーションは15年ぶりの割安水準となり、15年平均からは2標準偏差ほど割安な水準です。これ自体が市場参入に適した時期であるというシグナルではありませんが、当市場セグメントを支持する強力な構造的論拠となり得ます。

一方で、米トランプ政権の大型税制改革案は、市場の混乱と経済に対する不安の形で二重の打撃を中小型株に与えています。加えて、企業の時価総額に関係なく、相互関税はサプライチェーンの国際化を通じてすべての企業に影響を及ぼします。このような入り組んだ状況を考慮し、私たちは欧州の中小型株全般を選好するのではなく、個別銘柄ごとに投資機会を探します。

欧州中小型株の収益モメンタムは大型株を上回るが、株価は大型株に対して大幅に出遅れ

図表 10a: 高金利が中小型株の重荷に



* NTM = 今後12ヶ月間。** ストックス・ヨーロッパ・ミッド200。*** Stoxx Europe 50。出所：Bloomberg Finance L.P.、LSEG Data and Analytics、DWSインベスメント GmbH（2025年4月7日現在）

図表10b: 大型株に対する割安度は記録的な水準



* ストックス・ヨーロッパ・ミッド200** Stoxx Europe 50。出所：Bloomberg Finance L.P.、LSEG Data and Analytics、DWSインベスメント GmbH（2025年4月7日現在）

3. 世界の株式市場は厳しい状況に直面、欧州株式はリスクが相対的に小さいと見込む

最後に、欧州株式の見直し引き上げは、必ずしも年間を通じてプラスのリターンを期待できるという意味ではないことを改めて申し上げます。導入済みの関税はすでに企業や消費者の負担となっていますが、トランプ政権の追加関税が90日間の猶予期間後に導入されれば、市場のボラティリティはさらに高まるでしょう。今回の欧州株式の見直し引き上げは相対的なものであり、特に米国株式（今回の急落後も依然として世界株式の3分の2を占める）に対する相対的なものです。より明確には、欧州株式の下振れリスクは米国株式より低いと考えています。しかし同時に、関税が現行案から引き下げられた場合には、欧州株式のプラスリターンがより大きくなると考えています。いずれにせよ、米国に対する信頼は長期的に損なわれており、企業や投資家が対米ポジションを縮小したいと考えるのは理解できます。

ご留意事項

当資料は勧誘資料ではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにDWSグループが作成・発行したものをドイツ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイツ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。日本語訳とオリジナル英文資料の内容に相違がある場合には、英文資料の内容を優先します。

投資信託のお申込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様ご自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。

- 当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。データ等参考情報は信頼できる情報をもとに作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。また、使用しているデータについては特段の注記の無い限り、費用・税金等を考慮していません。
- 当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 投資信託は、株式、公社債などの値動きのある証券（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されるものではありません。投資信託の運用による損益は、すべて投資信託をご購入のお客様に帰属します。
- 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- 投資信託は、預金または保険契約ではないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
- 登録金融機関を通じてご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- ご購入に際しては、販売会社より最新の投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

ドイツ・アセット・マネジメント株式会社の機関投資家向けビジネスについて

投資一任契約に基づく運用については、主として株式、債券、投資信託証券等の値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります）に投資しますので、元本は保証されるものではなく、元本を割り込むことがあります。また、運用による損益はすべて投資家の皆様に帰属します。なお、リスクの要因については、投資対象資産の種類、投資制限、取引市場、投資対象国等により異なります。当社がお客様と投資一任契約を締結し、資産運用サービスを提供する場合、投資顧問報酬の他、組入れ資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用手法、運用状況等により異なるため、その料率やその上限額、合計額等を表示することはできません。ご契約にあたっては、契約締結前書面等をお渡しいたしますので、ご契約前によくお読み下さい。

ドイツ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第359号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ドイツ・アセット・マネジメント株式会社は、DWSグループの日本における拠点であり、投資信託ビジネス・公的年金・企業年金運用の長年にわたる経験、ノウハウおよび実績を有します。グローバルな運用体制と独自の洞察力を駆使した質の高いサービスをご提供するとともに、日本市場の資産運用ニーズに的確にお応えすることを目指します。

RS-20250523-1