



目を覚ます欧州



フレディ・フラー
欧州株式チーム
プロダクト・スペシャリスト

2025年5月

欧州の例外主義の話題は誤解されています。しかし、財政、政策、規制緩和と同様に欧米関係が不安定となる中、こう問いかけるタイミングではないでしょうか。「欧州は新しい時代に入っているのだろうか」と。

私たちは以前にも同じことを経験しました。米国の例外主義の終焉だとなつづやき、欧州株に熱狂する人々もいれば、ラリーが短期間で終わると判明したときには、その不幸を喜ぶ人々もいました。

2025年現在、欧州株が米国株や他の多くの株式市場を顕著にアウトパフォームしていることに関して、今回は「違う」と言ってしまう罫には陥らないでしょう。市場は不安定なものであり、おそらく初期段階ではショートカバーと速い動きのモメンタムマネーの組み合わせがこれを牽引したと考えられます。しかし、私たちが自信を持って考えを貫くのは、今回は客観的に見て異なる要素が求められているということです。トランプ政権が本当に第二次世界大戦後以来の欧米関係の終焉をもたらすかについては様々な見解がありますが、今年のニュースフローのスピードを考えると、それを予測することは無意味に思えます。それでも、多くの分野において欧州が自立性を確保するための方策を講じなければならないことは、日に日に明白になってきています。

ここでドイツの話題につながります。ドイツ議会は憲法の修正を承認しました。数十年にわたる財政規律を破り、インフラ支出に5,000億ユーロを注入し、さらに理論的には無制限の防衛支出を解放するというニュースは重く受け止められるべきです。これは、その支出規模自体ではなく（欧州としてはかなりの金額ですが）、それが意味することが重要だからです。欧州大陸では抜本的な変化が進行中であり、その影響は広範囲に及ぶ可能性が高いでしょう。

これは、欧州が例外主義の時代に移行していることを意味するのでしょうか。それとも、そうではないのでしょうか。そして、大部分の西側諸国にとってこの言葉が持つ意味を考えると、「例外主義」という言葉では表現したくない気持ちもあります。米国が景気後退に入れば、その影響を受けない国はありません。しかし、この状況によって、欧州株がここ数年経験してきた逆風の影響も相まって、不当に評価されてきたという認識が生まれるのではないか、という期待が高まります。

米国株式市場の例外主義が非常に強力な印象を与えていたことから、他地域の株式が複数の投資時間軸にわたって優れたリターンを上げてきたという事実が見逃されているのかもしれない。

欧州を例にとると、5年、10年、15年の時間軸で、欧州株はそれぞれ年率11%、6.2%、8.3%のリターンを上げており、軽視できない実績となっています。同様に、日本株式も同じ期間でそれぞれ13.7%、8.7%、10.8%¹のリターンを上げています。それにも関わらず、これらは覆い隠されてきました。米国には、より良い利益成長、より高いGDP成長率、より高い生産性という3つの要素があったからです。しかし、これら3つの要素は米国外でも取り戻されつつあります。

財政と防衛の変化

欧州は、トランプ政権の直接的な政策イニシアチブにより、今世紀にこれまで見られなかった大きな財政転換を遂げようとしています。欧州における再武装の必要性が高まり、地政学的な構造プレートが再編されるにつれて、本質的に生産性の高い経済分野がてこ入れされるようになっていきます。一方で、最も打撃を受けやすい分野は産業部門よりも社会部門であるとみられています。2年間の経済低迷と成長停滞を経て、新たに発足したドイツの新政権は支出制約の緩和に動いており、これは自国経済だけでなく、欧州全体の経済を変革する可能性を秘めています。ドイツの債務対GDP比は、米国の120%に対して60%にとどまっております²、この数十年にわたるドイツの健全財政が、欧州の経済成長を単独で押し上げる状況を生んでいます。

ドイツの域内における相対的な規模を考慮すると、通常であればその低成長は欧州全体の成長悪化を示唆するはずですが、昨年はその逆の結果となりました。2024年には、アイルランド、スペイン、ポルトガルなどの周辺国がすべて実質GDP成長率で2%を上回りました³。これは、ドイツやフランスなどの経済大国が生産的な投資を通じて著しい経済回復を遂げることで、欧州全体がさらに強い勢いを得る可能性を示唆しています。

欧州は「危機の中で鍛えられる」という格言が正しいのであれば、それは欧州債務危機と新型コロナウイルスの大流行への対応によって明らかに示されたと言えるでしょう。欧州の最近の動きは、この考え方を反映しています。欧州が、活かしきれていない経済的および政治的巨人の役割を担うかどうかにかかわらず、域内の厳格すぎる財政規律を再評価する必要性が認識されているのは明らかです。これは、欧州委員会が防衛支出を財政規則の対象外としたこと、そして軍事費を賄うための1,500億ユーロ規模の融資ファンドを設立したことから示されています。また、安定した政策（特に米国の政策がこれとは対極にある時代において）を善と認めつつも、規制に関する教義が悪影響を及ぼしてきたという認識を官僚が持ち始めていることにも裏付けられています。政策当局は、競争は欧州だけでなく世界規模で起きているという事実に気づき始めているのかもしれない。

欧州中央銀行の利下げサイクルが米連邦準備制度（FRB）よりも先行していることで、ユーロ圏の銀行貸出サイクルがすでに活性化し始めています。欧州において銀行貸出がいかに重要であるかを考えると、これは重要な指標と言えます。経済指標は急速に改善しており、業績予想の修正もポジティブで、過去2年間の減速から急激に加速しています。1株当たり利益（EPS）の成長は、関税の影響を考慮しても実現可能に見えます。欧州企業の製造の一部が従来から米国内で行われていることや、追加関税の対象外となる範囲を踏まえると、関税が企業利益に与える影響は懸念されているほど大きくないかもしれません。

バリュエーションは依然として欧州株を下支えしており、総合的に見た株主に対するリターンも魅力的です。これまでも欧州株の配当利回りは米国株をはるかに上回ってきましたが、最近では米国の自社株買いによってその差が埋められていました。ただし、過去12ヶ月を見ると、欧州での自社株買いが米国を上回る水準に達しており、配当と自社株買いを合わせた総還元では、米国の2.8%に対して欧州が6.4%となっています。

偽りの夜明け？

欧州については、これまでも「偽りの夜明け」と言われたことがあるかもしれませんが。一方で、米国株式市場は規模と流動性の観点から揺るぎない地位を確立しているとの主張もあります。私たちは米国の規模の優位性を否定するつもりはありません。しかし、米国以外の株式市場にも、極めて質の高い企業が数多く存在しており、これらの企業は多くの場合、何世紀にもわたって投資家に良好なリターンをもたらしてきました。したがって、これらの市場もアロケーションの一部として重要な役割を果たすべきであると強調したいと思います。

欧州は現在、財政拡大、規制緩和、金融統合といった大きな変化の過程にあります。しかし、この変化は補完的なものと捉えるべきです。その中心には、収益源が多様化した優れたグローバル企業、リターンが少数企業に偏らない市場、そして変化する環境において多様な収益源を提供するセクター構成があり、これらが長期的なトレンドを支えています。

¹ Bloomberg, MSCI Europe and Nikkei 225, 2025年2月28日時点

² [Debt to GDP Ratio by Country 2025](#)

³ International Monetary Fund, 2025



**RBC BlueBay
Asset Management**

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

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。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の同意なしに再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、その正確性について保証するものではありません。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資料の日付時点のものであり、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（Royal Bank of Canada（RBC））の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management（U.S.） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc.（RBC GAM Inc.）、RBC Global Asset Management（UK） Limited（RBC GAM – UK）、RBC Global Asset Management（Asia） Limited（RBC GAM – Asia）、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

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

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



■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上