

企業利益をめぐる知恵： 過去のEAFE Indexが未来について示唆すること

執筆者



Robert M. Almeida

ポートフォリオ・マネジャー兼
グローバル・インベストメント・
ストラテジスト

概要

- MSCI EAFE Indexが最後にS&P500をアウトパフォームしたのは世界金融危機以前のことであったと指摘する市場アナリストがいます。これは正しい情報ではあるものの、有益な情報とは言えません。
- パフォーマンスは企業利益に依拠します。
- 支出増加と物価上昇は、EAFE Indexのアウトパフォームという新たなパラダイムへの素地を整えています。

知識とは事実の積み重ねであり、知恵とはその積み重ねた事実を応用する能力です。トマトを例に挙げると、トマトが果物であると知っていることは知識、それをフルーツサラダには入れないことが知恵です。絶えず増加し続ける情報がしばしばシンプルな真実を複雑化させてしまう現代社会において、この知識と知恵の違いがこれまでになく重要になっています。

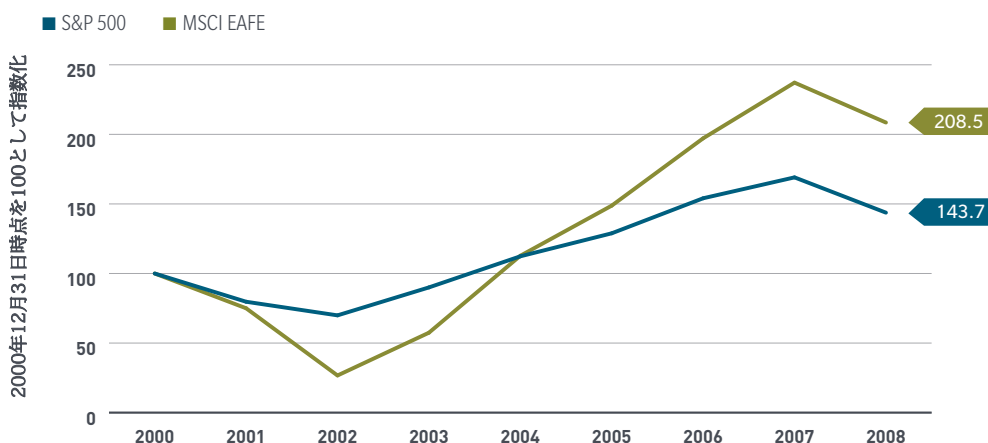
MSCI EAFE Indexが最後に米国株式市場をアウトパフォームしたのは世界金融危機（2008年）よりも前のことだったとの市場アナリストの指摘を最近よく聞きます。これは正しい知識ではあるものの、しばしば直接関係のない、不要な議論につながりがちです。どの地域、資産クラス、業種、銘柄であっても、アウトパフォームする期間の長さには限度はありません。ここでパフォーマンスにどの程度の差があるのかを知っていることは知識、なぜそうなっているのか、さらには何が変化し得るのかを分析することが知恵です。

利益にまつわる真実

MSCI EAFE Indexは2000年から2008年にかけてS&P500をアウトパフォームしました。これは構成企業が米国企業を上回る収益を上げていたためです（図表1参照）。株価は企業の資産とキャッシュフローの価値を表すため、EAFE Indexの1株当たり純利益が高かったことが、この期間にS&P500をアウトパフォームする要因となりました。



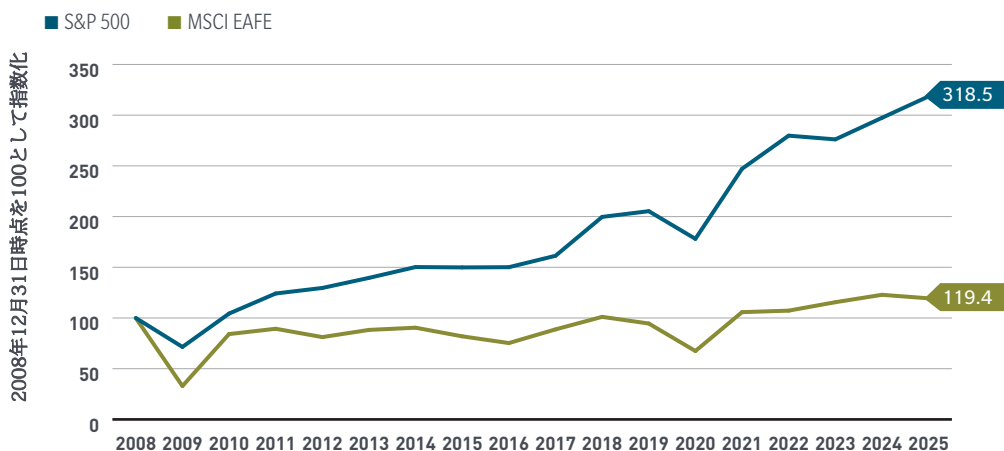
図表1：2000年～2008年の累積1株当たり純利益成長率



出所：Bloomberg。2000年12月31日から2008年12月31日までの年次データ。過去12カ月の1株当たり純利益。

一方で、過去15年間EAFE Index銘柄が劣後した理由も利益にあります。利益成長の鈍化です（図表2）。

図表2：2009年から現在までの累積1株当たり純利益成長率



出所：Bloomberg。2008年12月31日から2024年12月31日までの年次データ。直近データは2025年7月31日時点。過去12カ月の1株当たり純利益。

インデックスの集中度、継続期間、規模を過去と比較して徹底的に分析した結果、常に企業利益が原動力であることがわかりました。インデックスの集中度や市場サイクルは、利益の結果として生じる症状であり、原因ではないということです。

過去約25年において、極めて状況の異なる上記2つの期間は、一見現在の市場とは関連がないようにも思えますが、貴重な示唆に富んでいます。

- **2003年～2008年：世界の成長エンジン。**この間、中国などエマージング市場の台頭や米国の住宅バブルの拡大により、世界経済は力強い成長局面にありました。資本、労働力、コモディティへの膨大な需要を生み出し、EAFE Index企業の利益を押し上げました。EAFE Index企業の事業は、米国企業と比較するとGDPに対する収益のレバレッジが高く、また固定費が低いため、経済成長の変化に対する利益感応度は高くなります。また、成長の減速局面ではこの逆になります。このダイナミズムは、成長の加速局面でバリュー企業がグロース企業よりも高い利益を上げることが多々あるのと似ています。というのも、バリュー企業はグロース企業よりもビジネスが成熟しており、経済情勢に対する売上の感応度が高い一方、グロース企業は既存企業から市場シェアを奪うことで長期的な成長を目指すためです。経済環境がEAFE Index企業に米国企業を上回る収益獲得を可能にし、収益に追随して株価も上昇しました。
- **2009年～現在：EAFE Indexの長期停滞。**2008年のリーマンショック以降、世界の銀行は融資を縮小し、消費者は支出を抑え、先進国企業は経費削減とアジアへの製造移転を進め、中国およびエマージング市場も減速し、これらが相まって100年に1度と言われる弱いビジネスサイクルが形成されました。この環境は、景気サイクルやビジネスサイクル全体への依存度が比較的低い米国のテクノロジー企業に特に恩恵をもたらしました。テクノロジー企業は、「溶けゆく氷山や氷塊」から市場シェアを奪う能力に長けており、巨大な寡占・モノポリー（売り手による独占）・モノプソニー（買い手による独占）へと進化し、広範にわたる景気停滞の中においても利益を拡大・集約しながら成長しました。

見通し：企業利益に変化の風

今後については、新たな転換が起こる条件が整っていると考えます。

GDP成長率は支出と価格の関数といえますが、現在は支出、価格ともに2009年から2020年より高く、今後も高い水準が続く可能性が高いことから、実物固定資産への投資需要も2010年代より高い水準となるでしょう。例えば、グローバルサプライチェーンでは長年にわたり効率性と収益性が重視されてきました。しかし、新型コロナのパンデミックやロシア・ウクライナ紛争、中東紛争、そして最近では関税政策の影響により、コストの最小化よりもレジリエンス（強靱性）が重視されるようになりつつあります。また、AI（人工知能）インフラの整備、エネルギー需要の増加、国家安全保障、防衛など、多岐にわたる要因から追加的な資本需要が生じています。

それと同時に、豊かさの時代は終わりを迎えています。生産に必要な資本、労働力、物資のすべてのコストが、2008年より上昇しています。

経済成長を減速させる要因はほかにもありますが、さまざまなセクターにおける新たな投資サイクルの始まり、投入コストの上昇、新興企業の台頭による市場シェアの奪取が相まって、米国企業はEAFE Index企業よりも収益面の逆風を強く受ける可能性があります。割安なバリュエーションと合わせて、これはEAFE Indexのアウトパフォームを示唆するアルゴリズムであると考えます。

結論

過去のサイクルの知識から得た知恵は、最終的な市場の推進要因が企業利益であることを明確に示唆しています。世界経済の情勢が変化するに伴い、各市場セグメントの状況も変化します。ファンダメンタルズに着目し、増加するノイズと業績に関連する真実とを区別できる有用なリサーチインフラを備えた運用者こそが、今後の道筋を切り開くことができると考えます。▲

MSCI EAFE (Europe, Australasia, Far East) Index (配当込み)は、米国とカナダを除く先進国市場の株式市場パフォーマンスを測定することを目的とした時価総額加重指数です。

Standard & Poor's 500 Stock Indexは、米国で広く保有されている500銘柄の時価総額加重平均による株価指数であり、米国株式市場全体のパフォーマンスを測定することを目的としています。

インデックスデータ出所：MSCI。MSCIは、当レポートに含まれるMSCIデータに関して、明示または非明示を問わずいかなる保証も行っておらず、責任を一切負わないものとしします。MSCIデータは、他の指数や有価証券、金融商品のために再利用することは出来ません。当レポートはMSCIによって承認、審査または作成されたものではありません。

「Standard & Poor's®」およびS&P「S&P®」はStandard & Poor's Financial Services LLC（以下、「S&P」といいます）の登録商標であり、Dow JonesはDow Jones Trademark Holdings LLC（以下、「Dow Jones」といいます）の登録商標です。S&P Dow Jones Indices LLCはこれら登録商標の使用許諾を受け、MFSは特定の目的のためにサブライセンスを受けています。S&P 500®はS&P Dow Jones Indices LLCの商品であり、MFSはこの使用許諾を受けています。MFSの商品は、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、またはそれぞれの関連会社によって出資、保証、販売、または販売促進されておらず、また、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、それぞれの関連会社は、かかる商品への投資の妥当性についていかなる表明も行っていない。

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場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。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・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312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