

# マクロン相場後の欧州株式と米国株式、どちらが魅力的？ -商品市況・米長期金利・仏マクロン政権の構造改革が鍵に-

## 当レポートの主な内容

- ・ フランス大統領選前後に見られた欧州株式の上昇（マクロン相場）は一服したとみられます。
- ・ リーマン危機後、欧州株式のパフォーマンスは継続的に米国株式を下回ってきました。
- ・ 今後の欧州株式と米国株式の相対パフォーマンスを占う上では、世界経済の動きを映す商品市況や米国長期金利の動き、マクロン大統領の構造改革の行方が鍵になると考えています。

## マクロン効果は一巡

4-5月の仏大統領選の前後には、親EU・親ビジネスのマクロン氏への期待を背景に、欧州株式が大幅に上昇しました。しかし、5月中旬にはマクロン相場は早々に一服となる一方、米国株式がアマゾンやアップルなどのテクノロジー企業の押し上げにより上昇しました。直近は、両地域の底堅いマクロ経済や米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の正常化を段階的に進める意向を示唆したことを受けて米欧株式市場とも上昇しました（図表1）。

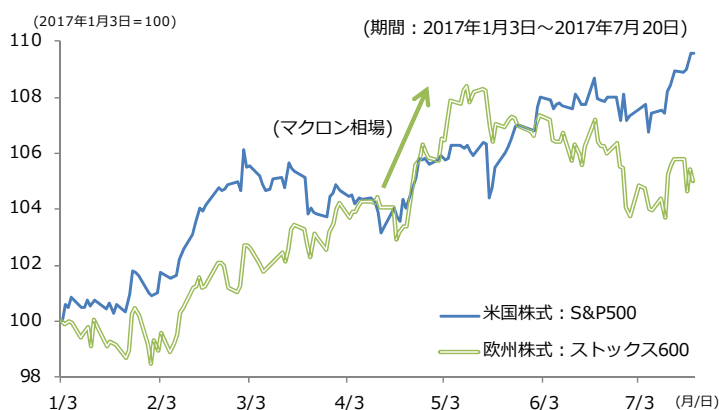
リーマン危機後の両市場の株価を比較すると、2011-12年の欧州債務危機などもあり、欧州株式のパフォーマンスが米国株式を継続的に下回ってきました。しかし、財政危機を乗り越え、2016年に入り欧州経済が安定的な拡大基調に転換すると、欧州株式の米国株式に対する相対パフォーマンスは下げ止まりました（図表2）。

今後6-12カ月で考えた場合に、欧州株式と米国株式では、どちらに魅力があるのでしょうか？

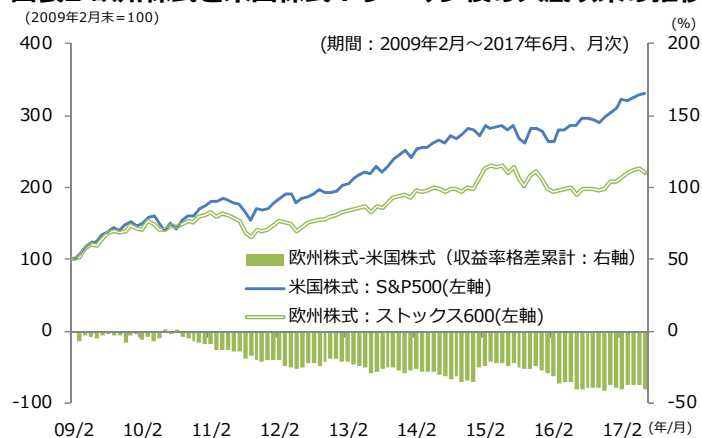
## 欧州株式にキャッチアップの余地

株価収益率（PER）で見たバリュエーションでは、欧州株式に割安感があります。欧州株式には景気敏感や金融など、割安銘柄が多く含まれている点には注意が必要ですが、2015年以降、米国との格差は拡大しています（図表3の青線）。株主資本利益率（ROE）を比較しても、欧州債務危機時に拡大した米国との格差は、その後それほど縮小していません（図表3の緑線）。今後、これらの格差が縮小する（欧州株式のPER、ROEが相対的に上昇する）過程で、欧州株式が米国株式にキャッチアップする可能性があると考えています。

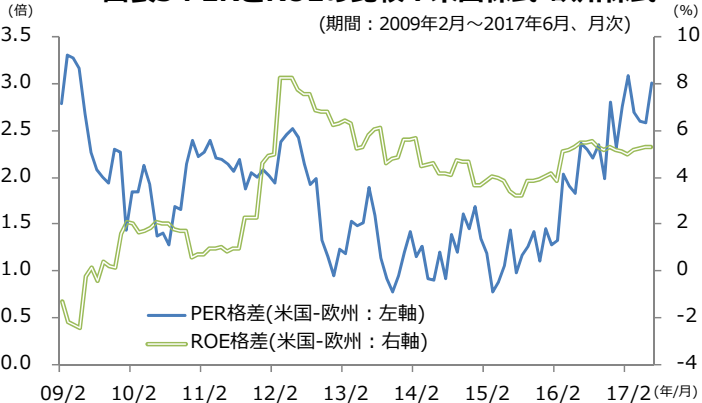
図表1 欧州株式と米国株式：年初来の推移



図表2 欧州株式と米国株式：リーマン後の大底以来の推移



図表3 PERとROEの比較：米国株式-欧州株式



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

キャッチアップする条件は？

ROEを引き上げるためには、企業の収益率を高める必要があります。2000年前後のドイツで、金融機関の持ち合い株解消やEUの中東欧への拡大を背景に企業が収益率を高めました。同様に、今後フランスで、マクロン大統領の労働市場改革、法人減税、企業の社会保障負担削減、最先端産業への資金拠出などを受けて、仏企業全体のROEが高まることが期待されます。

欧州企業は米国企業と比べて、エネルギー、金融、一般消費財・サービス、素材、資本財・サービスなどの景気敏感セクターのウェイトが高いため（図表4）、過去において、欧州企業のROEは商品価格の影響を十分に受けてきました（図表5）。今後、世界経済の拡大が続き、商品価格が上昇すれば、欧州企業のROEも上昇すると考えられます。

これらの結果として、投資家の欧州企業への評価が高まれば、2015年以降に拡大してきた米国株式とのPER格差も解消に向かう可能性があると考えています。

また、リーマン危機後、米国10年金利と欧州株式の対米国の相対パフォーマンスにも高い相関がありました。世界経済が低迷し、米国で10年金利が低下すれば、米国株式より景気敏感や金融セクターのウェイトが高い欧州株式が米国株式のパフォーマンスを下回ってきたためと思われます（図表6）。今後、欧州株式が米国株式のパフォーマンスを上回るためには、米国10年金利がさらに上昇する必要があると考えます。

欧州株式がアウトパフォームするシナリオ

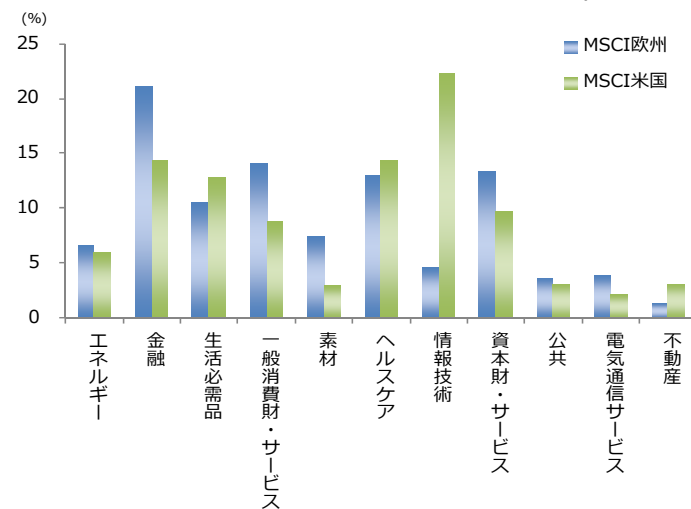
以上より、今後欧州株式が米国株式のパフォーマンスを上回るためには、次のシナリオが実現する必要があると思われます。

シナリオ1：世界経済の拡大が続き、商品価格が上昇するとともに、米国10年金利が上昇する。

シナリオ2：マクロン大統領の市場寄り・企業寄りの構造改革が進展し、仏企業の収益性が改善する。

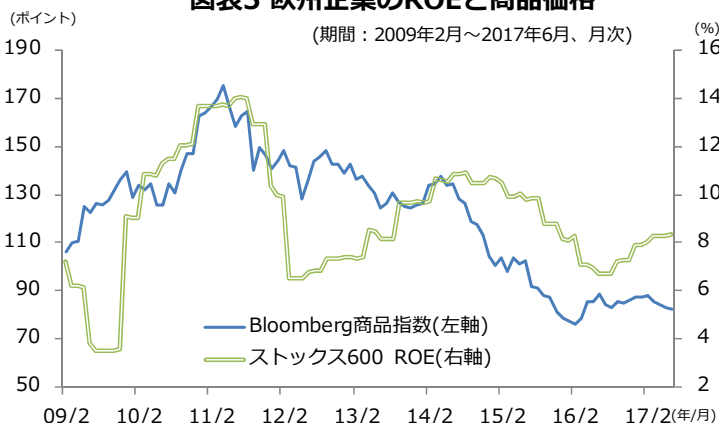
逆に、これらのシナリオが実現しなければ、米国株式が欧州株式のパフォーマンスを上回る展開がしばらく継続すると考えられます。

図表4 欧州株式と米国株式のセクターウェイト（6月30日現在）

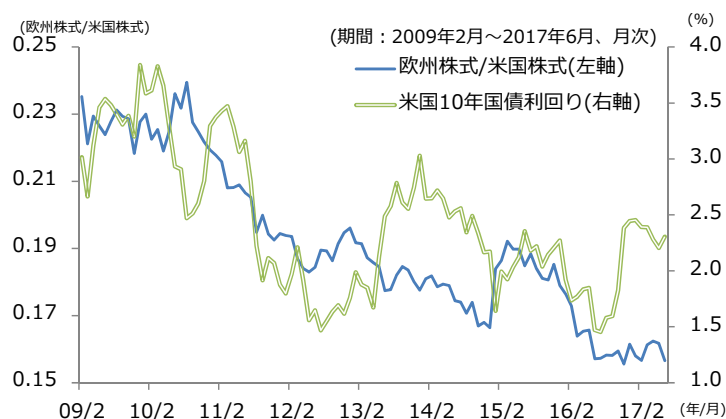


（注）上記のMSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。  
（出所） Thomson Reuters DataStream のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表5 欧州企業のROEと商品価格



図表6 株価相対パフォーマンスと米国10年国債利回り



（図表5-6の出所） Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、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うえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

## 皆様の投資判断に関する留意事項

### 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

### 【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

### 【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
**購入時手数料**：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用  
**信託財産留保額**：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用  
**運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担**  
 純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）  
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**  
**監査費用**：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）  
 ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。  
 ※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

### 【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社  
 事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業  
 登録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

### <本資料に関するお問い合わせ先>

カスタマーサービス部 フリーダイヤル **0120-048-214**（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）