

# 欧州株式と米国株式、どちらが魅力的？

## -欧州株式が上昇局面に入るには世界経済の成長加速が必要-

### 当レポートの主な内容

- ・本年5月以降、欧州株式のパフォーマンスは米国株式に劣後しています。長期的にも相対的に低いROEを背景にリーマン危機後ほぼ一貫して米国株式のパフォーマンスを下回ってきました。
- ・景気に敏感な欧州株式が上昇局面入りするには、世界経済の成長加速が前提になると考えています。

### 欧州株式は米国株式にアンダーパフォーム

本年5月以降、欧州株式のパフォーマンスは継続して米国株式に劣後しています(図表1)。5月はユーロ域内経済の減速が鮮明になり、トランプ米大統領が輸入自動車への関税を検討し始めた時期とも重なります。その後もイタリアでポピュリスト政権が誕生し、貿易戦争を受けてドイツの自動車メーカーが収益下方修正を発表し、さらに英国のEU離脱交渉が行き詰まりを見せるなど、悪材料が重なりました。

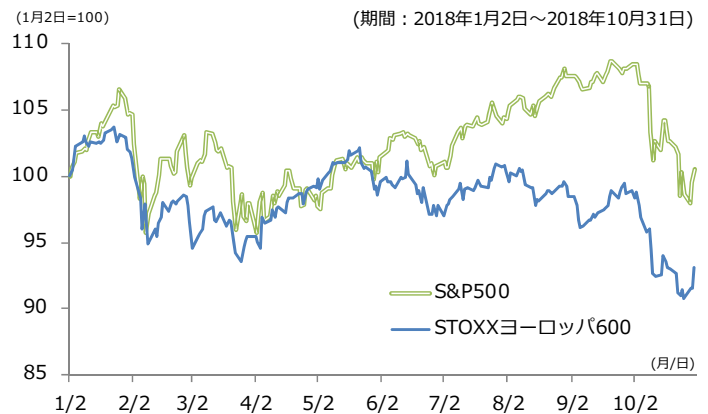
今年に限らず、リーマン危機後の欧州株式の対米相対パフォーマンスとユーロドルレートの関係を見ると、ユーロ安が進むとその後欧州株式が短期間アウトパフォームする局面もありましたが、大きな基調としては、欧州株式は一貫して米国株式にアンダーパフォームしてきました(図表2)。

### 相対的に低いROEが株価の上値を抑制

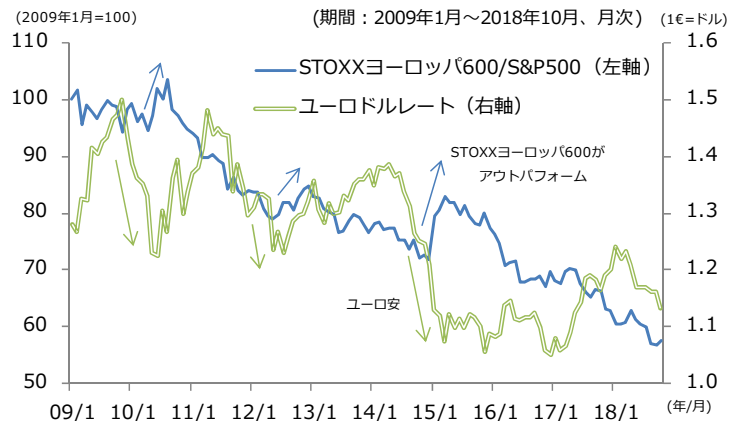
欧州株式が長期的に米国株式にアンダーパフォームしてきた理由としては、2012年前後の欧州財政危機、2015-16年チャイナショックの悪影響を受けたことに加えて、欧州には米国のGAFA(グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン)に匹敵する高成長のテクノロジー企業が存在しないことが挙げられます。しかし、より根本的な理由はROE(株主資本利益率)で示される欧州企業の収益力が米国企業に劣ることだと考えています(図表3)。欧州財政危機、原油安、チャイナショックで欧州のROEは米国以上に低下しました。2017年には域内の景気拡大を受けて欧州のROEは急上昇しましたが、2018年に入ると、上昇を続ける米国を横目に欧州のROEは緩やかに低下しています。2018年のROEをデュポン分解(\*)すると、財務レバレッジは米欧ともに変化していない一方、利益マージンと総資産回転率は米国では上昇していますが欧州では横這っています。

(\*) ROE = 利益マージン × 総資産回転率 × 財務レバレッジ

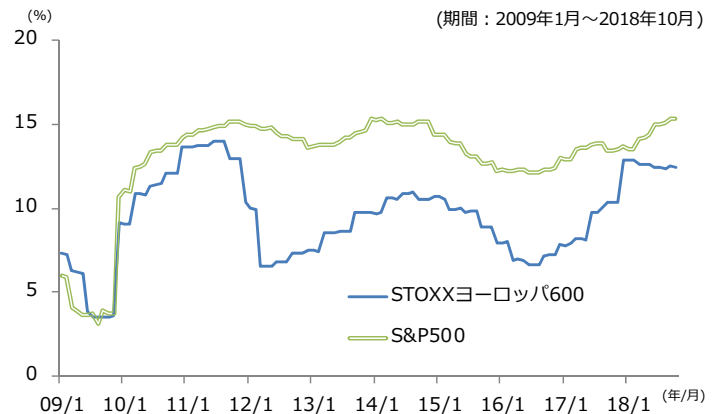
図表1 欧州・米国株式市場の動き：短期



図表2 欧州株式の対米相対株価とユーロドルレート：長期



図表3 欧州・米国株式のROE(株主資本利益率)



(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当たっては、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。

世界経済の成長加速が欧州株式上昇の前提条件

欧州株式が上昇基調に入り、米国株式を継続的にアウトパフォームするには、世界経済の成長加速が前提条件になると考えています。世界各国の企業景況指数を合成したグローバルPMIと欧州株式の動きには深い関係があります(図表4)。また、欧州株式のROEは財政危機で大幅に低下した2011-13年を除けば、原油価格の動きとほぼ連動しています(図表5)。米国との対比で欧州の株式指数に多く含まれるエネルギー、素材、金融などの景気敏感セクターは世界経済の成長加速や原油価格を中心とするエネルギー価格の上昇の恩恵を受けると考えられています(図表6)。

今後の市場見通し

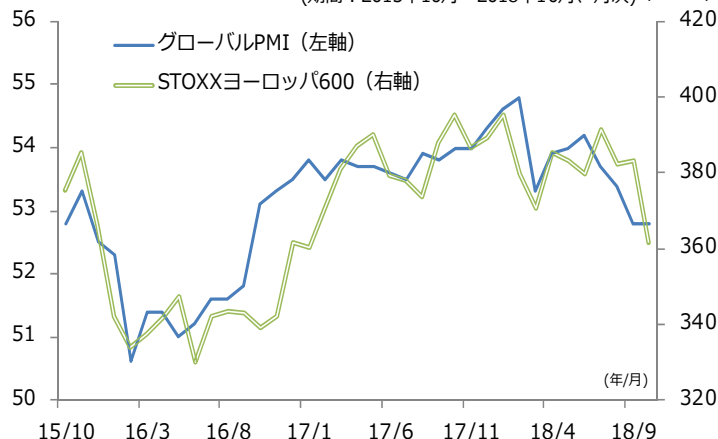
トランプ政権の保護主義的な通商政策の悪影響もあり、世界経済が目先加速に転じることは考えにくい状況です。IMF(国際通貨基金)も2019年に世界の経済成長率が加速するとは予想していません。中国経済はこれまでの景気刺激策が奏功し、来年初頭にも景気が底打ちすると予想していますが、米国経済は減税効果が一巡する来年にそれまでの利上げやドル高の影響からも景気が減速すると考えられています。欧州経済が来年に向けて2017年下期に見られたような高成長軌道に戻ることも想定していません。また、イタリアの2019年度の予算編成、英国のEU離脱、ドイツのメルケル政権の弱体化など政治面の不透明感が当面欧州株式の上値を抑えると予想しています。欧州中央銀行の金融政策の正常化も株式市場の重石になる可能性があります。そのため、当面欧州株式はやや精彩に欠ける展開が続くと考えています。

一方、これまでのユーロ安が輸出企業の競争力を高め、域内の企業景況指数に底打ちの兆しが見えてくれば、出遅れ気味の欧州株式が上昇に転じる可能性はあります。しかし、それはしばらく先になると予想しています。そのため、今後数カ月間で考えれば欧州株式よりも米国株式に投資妙味があると考えています。

以上 (作成: 投資情報部)

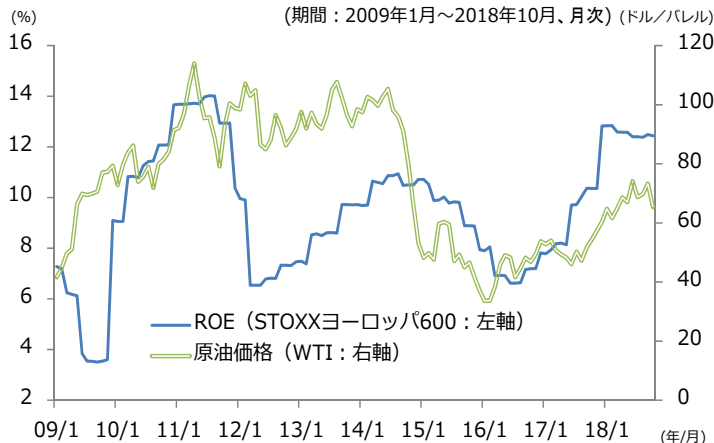
図表4 世界のPMI(企業景況指数)と欧州株式

(期間: 2015年10月~2018年10月、月次) (ポイント)



図表5 欧州株式のROEと原油価格

(期間: 2009年1月~2018年10月、月次) (ドル/バレル)



図表6 MSCI指数のセクターウェイト(2018年9月末時点)

MSCIセクター	日本	欧州	米国
エネルギー	1.37	8.56	5.98
金融	12.03	19.12	13.09
生活必需品	8.32	13.35	6.54
一般消費財・サービス	19.64	10.60	13.34
素材	6.01	8.39	2.52
ヘルスケア	8.22	13.09	14.61
情報技術	12.23	5.61	26.77
資本財・サービス	21.00	13.15	9.68
公共	1.82	3.57	2.76
電気通信サービス	5.61	3.18	2.02
不動産	3.75	1.38	2.68
景気敏感セクター	63.8	61.2	47.3

(注) 数値の単位は%。ここではエネルギー、金融、一般消費財・サービス、素材、資本財・サービス、不動産の合計を景気敏感セクターとしています。四捨五入の関係で景気敏感セクター合計が合わない場合があります。尚、10月以降はセクター区分が変更されています。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。

(図表4-6の出所) Bloomberg、MSCI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に基づき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当たっては、投資信託説明書(交付目録見書)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。

## 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、各ファンドの分配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1.991088% (税抜1.8436%)程度

※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>

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)