

## Europe Insights

## 欧州市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社  
2017年1月

## &lt;トピックス&gt;

- 欧州委員会（EC）は2014年11月、米国や英国との投資の伸びの格差を埋めるため、3ヶ年の官民投資計画（2015年～2017年）（通称：「ユンケル・プラン」）を発表しており、これまでのところ、エネルギー効率化、ガス配給など近代化に向けた投資計画が成果を上げている。ECは2018年以降（2018～2022年）、同投資計画の規模を現行水準の2倍にあたる6,300億ユーロ（EUの国内総生産（GDP）の約5%に相当）まで拡大する方針を示した。

## &lt;マーケットサマリー&gt;

- 12月の欧州株式市場ならびにユーロ圏株式市場は前月末比+5.8%、+6.9%と各々上昇した。ブレント原油は、石油輸出国機構（OPEC）加盟国・非加盟主要国による減産合意を受け+10%と大幅に上昇。通貨ユーロは対米ドルで月中に14年振りの安値1ユーロ=1.04米ドルをつけたが、12月末では1.05米ドルと前月末の1.06米ドルから小幅下落にとどまった。ドイツ10年国債利回りは月中に0.40%まで上昇したが、前月末比ほぼ横ばいの0.25%で取引を終えた。

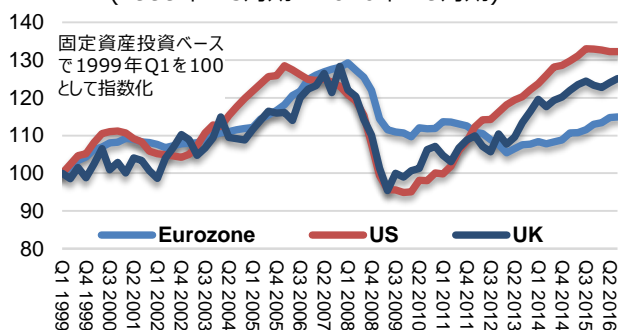
## 今月の注目テーマ：ユーロ圏の投資はどこへ向かうか

ユーロ圏では、世界金融危機後の過剰設備の削減に加え、信用状況の改善、財政緊縮の緩和などを背景に、投資は回復基調にある。企業の景況感改善し、事業会社への与信の伸びが加速していることから（図表1参照）、設備投資は上振れが続くと見られる。

しかし、ユーロ圏全体の固定資産投資（設備投資+建設投資）の伸びは米国、英国の水準を依然下回っている（図表2参照）。国別には、ドイツの

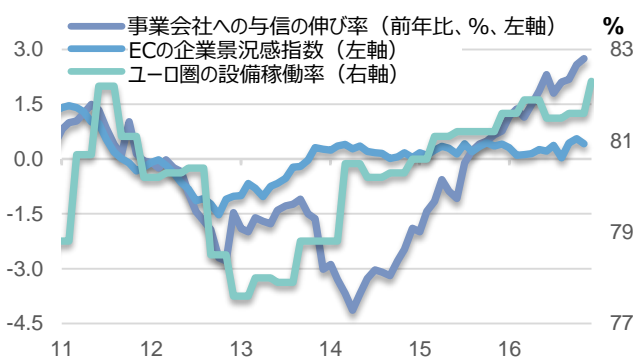
投資額が金融危機前の水準（2008年1-3月期と比べて+12%）まで回復する一方、フランス、イタリア、スペインはそれを下回っている。研究開発、エネルギー、情報通信技術、教育、製造業、運輸、上下水道などの分野では、6,555億ユーロの投資需給ギャップがあると推定されている<sup>(1)</sup>。

図表2：固定資産投資  
(1999年1-3月期～2016年7-9月期)



出所：トムソン・ロイター、National Statistics、Eurostat（2016年12月31日）

図表1：事業会社への与信の伸び（2011～2016年）



出所：ECB、ブルームバーグ（2016年11月30日）

<sup>(1)</sup> 欧州投資銀行(EIB)、「Restoring EU competitiveness (2016)」

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

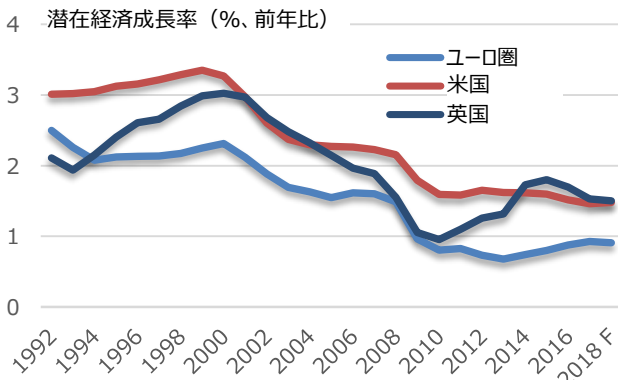
## 官民投資計画「ユンケル・プラン」

欧州委員会（EC）は、域内の投資促進に向けた「ユンケル・プラン」を2015年に始動させた。経済資源（民間資本および労働力）を生産的投資に振り向け、経済成長を押し上げることを目的としている。理論的には、生産能力と生産性の向上は、インフレ圧力を生じることなく、雇用創出、輸出増、1人当たりGDPの循環的回復に繋がるものである。

### マクロ経済効果

経済協力開発機構（OECD）は、「ユンケル・プラン」の実体経済への波及には時間を要することを理由に（例えば教育やトレーニングは、当初は企業に追加費用を負わせ、雇用創出を抑えるなど）、ユーロ圏の経済成長見通しについて依然慎重な見方を維持している（図表3参照）。

図表3：経済全体の潜在生産力（量）



出所：経済協力開発機構（OECD）の経済見通し（2016年11月）

(2) 公的保証は新しい投資基金の信用補完となり、AAA格付を確かなものとする。また、欧州委員会（EC）と欧州投資銀行（EIB）が設立した「欧州戦略投資基金（EFSI）」には、創設資金として210億ユーロ（EUから160億ユーロ、EIBから50億ユーロ）が提供されている。

## これまでの成果

「ユンケル・プラン」<sup>(2)</sup>では、当初の3ヶ年（2015～2017年）で3,150億ユーロの新規民間投資を目標としており、これはEUのGDPの約2%に相当する。2016年12月時点で、ビジネスやインフラ関連の投資プロジェクトが承認されており、想定投資額は1,639億ユーロ（目標額の約52%）。

具体的な事業分野は、ベルギーの風力発電所（5億4,200万ユーロ）、スペインのガス配給網（3億2,600万ユーロ）、フランスの4万世帯のエネルギー効率化計画（8億ユーロ）、イタリアの中堅製鉄会社の近代化（2億2,700万ユーロ）に加え、デジタル関連分野では、フランス（6億900万ユーロ）およびイタリア（18億ユーロ）の広帯域光ファイバーなど多岐に亘っている。

### 2017年以降

ECは2018年以降については、「ユンケル・プラン」の投資額を現行水準から倍増の6,300億ユーロ（EUのGDPの約5%に相当）に拡大すると提案している。これには国防、税制、資本市場同盟（EU域内のビジネスの支援に向けた1,000億ユーロを上限とした追加的財政措置）、域内の5G接続（第5代携帯電話システム）などの各種プロジェクトを続行させる狙いがある。また、「ユンケル・プラン」の2018年以降への延長が決定される前に、おそらく同プランの評価が行われよう。今後数ヶ月間、目的達成の可能性が精査され、特に地理的あるいは分野的な集中を回避し、新たな領域の投資が効果的に促進されたか、ビジネス環境や域内の結束力を向上させられたかなどが評価基準となる。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。



# 欧州株式市場：2016年12月の動向と今後の見通し

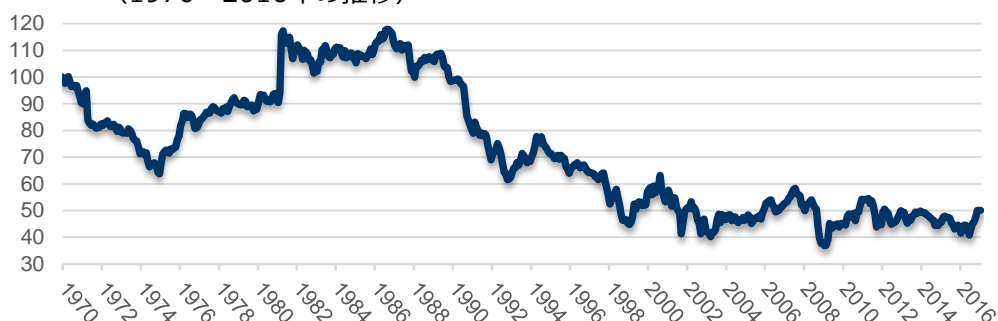
## 12月の動向

12月のマークイット総合PMIは54.4と前月から上昇。過去5年間で最も高い上昇率に。

- 12月の欧州株式、ユーロ圏株式は各々、前月末比+5.8%、+6.9%上昇した。ブレント原油は、石油輸出国機構（OPEC）加盟国・ロシアなどの非加盟主要国による減産合意を受け、前月末比+10%の上昇。通貨ユーロは対米ドルで月中に14年振りの安値1ユーロ=1.04米ドルをつけたが、12月末では1.05米ドルと前月末の1.06米ドルから小幅下落にとどまった。ドイツ10年国債利回りは月中に0.40%まで上昇したが、前月末比ほぼ横ばいの0.25%で取引を終えた。
- 経済指標は市場予想を上回る**：12月のマークイット総合購買担当者指数（PMI）は54.4と前月から上昇し、過去5年間で最も高い上昇率となった。製造業部門が成長をけん引しており、2014年4月以来の高い伸びとなった。サービス業も、過去11ヶ月で最高水準をつけた11月に続き、12月はさらに力強い上昇を記録した。企業部門で見ると、2016年の欧州企業収益の修正が6年振りに安定的に推移している。
- スタイル**：大型株は小型株をアウトパフォームし、またバリュー株はグロース株をアウトパフォームした。
- セクター**：素材、金融、エネルギーがアウトパフォームした一方、公益、通信、生活必需品はアンダーパフォームした。

## 1月のテーマ：景気敏感株の上昇は行き過ぎか？

図表4：欧州の景気敏感株のディフェンシブ株に対する相対パフォーマンス（1970～2016年の推移）



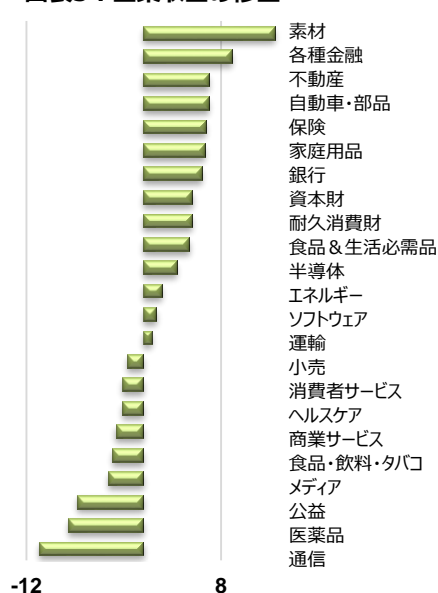
出所：MSCI戦略チャートブック（2016年12月31日）

長期で見ると、景気敏感株が持続的に力強くアウトパフォームする時期はよくあること

現時点では、企業収益、利益、売上モメンタムが依然強く、素材、金融、自動車、保険、資本財などの景気敏感株を下支えしている

- 景気敏感株は2016年7月5日以降、ディフェンシブ株を約25%アウトパフォームしたが、現在、このモメンタムが終了したかが問題となっている。長期的に見ると、景気敏感株が力強くアウトパフォームしている期間は以下のようにいくつも見られる：2009年2月～2011年5月（+45%）、2003年3月～2007年7月（+30%）、1999年1月～2000年8月（+41%）、1981年1月～3月（+30%）。
- また、景気敏感株が最も選好された期間はエネルギー価格が上昇した期間と合致する（1974年～1981年、2002年～2008年）。
- 今日のエネルギー価格は直近1年で約2倍のバレル56米ドルに達し、関連製品の新たな生産が採算に合う水準に達している。しかしながら、依然として企業収益、利益率、売上のモメンタムは強く、特に素材、金融、自動車、保険、資本財などの景気敏感株を下支えしている。

図表5：企業収益の修正



出所：MSCI欧州産業種の企業収益の修正（3ヶ月移動平均、2016年12月31日）

## 欧州株式市場：業種別ポジショニング

- **注意点：**セクターの相対ウェイトは、各セクターで選択された銘柄をもとに比較したものである。但し、投資妙味がある銘柄が多く含まれるセクターにおいては、当社の戦略において必ずしもセクター全体に前向きでなくとも、オーバーウェイトとなる場合がある。

### 業種別の投資判断\*

業種	ウェイト*	理由
商業サービス・用品	オーバーウェイト	持続的成長が見込まれ、またバリュエーションが魅力的。
銀行	オーバーウェイト	当社ではドイツを除くユーロ圏の商業銀行を選好。足元の金利上昇に加え、銀行規制が緩和されるとの観測が浮上したことが好材料に。当セクターの資本比率も大幅に改善。
資本財	オーバーウェイト	欧州の資本財セクターは、企業収益見通しの上方修正を背景に、他セクターをアウトパフォームしてきたが、成長モメンタムは依然強く、引き続き有望視。
食品小売り	オーバーウェイト	堅実なビジネスモデルに加え、バリュエーションが魅力的であることからポジションを積み増し。保有銘柄の例としては、北米市場での売上比率が約40%を占める小売企業と合併し、コストの持続性とシナジー効果が期待できる企業などがある。
自動車	オーバーウェイト	持続的な需要が自動車・部品製造会社に追い風。内需志向型企業は、欧州の景気回復がプラスに働く。新興国経済の安定も、同セクターの見通しの改善にプラス寄与。
耐久消費財・ アパレル	アンダーウェイト	高価な高級ブランドを手掛ける企業をアンダーウェイト。
食品・飲料	アンダーウェイト	新興国での売上比率が高く（約40%）、全般的に割高感あり。割安な内需志向型企業を選好。
各種金融	アンダーウェイト	ビジネスモデルが規制強化の影響を受けている投資銀行をアンダーウェイト。
ヘルスケア	アンダーウェイト	医薬品価格を引き下げると公言する米国のトランプ新政権下で、米国の医薬品価格動向の影響を受けやすいことからアンダーウェイト。
家庭用品&パーソナル・ ケア製品	アンダーウェイト	インフレ圧力が高まる環境下では、バリュエーションの観点から全体的に割高と判断し、僅かにアンダーウェイトとする。

\*ウェイトについては、MSCIヨーロッパ指数に対するHSBCグローバル・アセット・マネジメントの主要な欧州株式ファンドのオーバーウェイト/アンダーウェイトを示します。

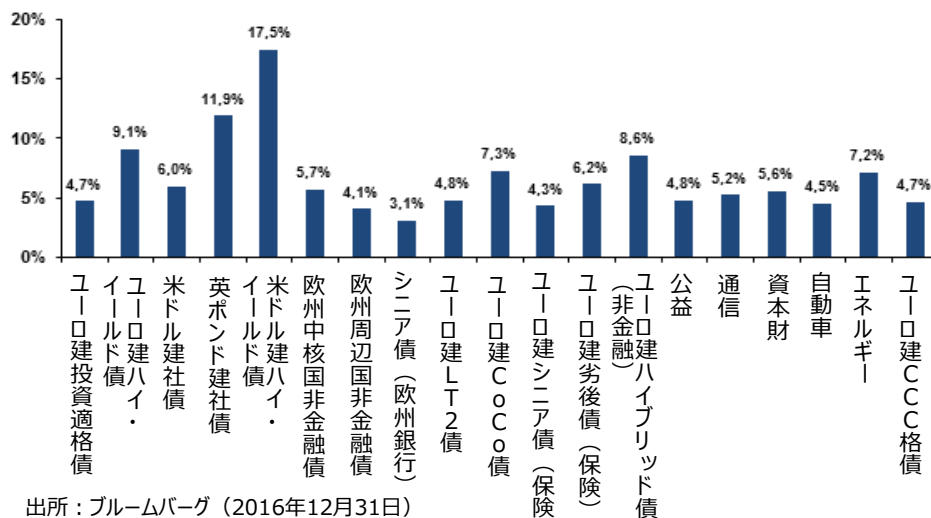
当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

## 欧州国債市場と社債市場の動向

12月の債券市場は上昇。2016年は数多くのイベントに直面したにも関わらず、トータル・リターンは予想を上回った

- 12月の債券市場は上昇し、2016年のトータル・リターンは、市場を動かすイベントに数多く直面したにも関わらず、予想以上に堅調であった。債券全体の中で見ると、スプレッドが大きい商品（ハイ・イールド債、金融機関・非金融機関が発行する劣後債など）が、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの双方を獲得し、最も高い超過収益率を上げた。

図表6：2016年の債券種別トータル・リターン



- 12月の債券市場は、イタリア国民投票で憲法改正が否決されたが、市場の反応はポジティブであった。この背景には、イタリア銀行セクターが抱える不良債権問題について、現実的な進展が見られたことが挙げられる。イタリアの銀行最大手ウニクレディトは不良債権の売却と大型増資計画を発表、同大手銀行モンテ・ディ・パスキでもイタリア政府による公的資金援助の下で資本増強が実施されると見られている。こうした動きは社債市場にとり好材料である。
- 米国では、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、市場予想通り1年振りの利上げが実施された。また、FOMCメンバーによる2017年の米国の利上げ回数予想は、従来の年に2回から3回へと引き上げられたことから、市場の注目を集めた。欧州国債市場では、11月には利回りが大幅に上昇したが、12月はドイツ10年国債利回りが6.7ベースポイント低下の0.21%、スペイン10年国債ならびにイタリア10年国債は17ベースポイント、6.7ベースポイント低下し、各々、1.38%、1.82%で取引を終えた。
- 欧州中央銀行（ECB）は今年3月に期限を迎える「資産購入プログラム（APP）」を12月まで延長するとともに、月額買入額を現行の800億ユーロから600億ユーロに減額すると発表。ドラギ総裁は今回の措置がテーパリング（量的緩和の段階的縮小）への動きではないことを強調した。

## 2017年の見通し

今後数ヶ月の債券市場は、ファンダメンタルズおよびテクニカル要因の改善が追い風となろう

- 今後数ヶ月の債券市場は、ファンダメンタルズおよびテクニカル要因の改善が追い風となろう。社債の信用状態は、発行体の慎重な財務戦略とユーロ圏の景気回復に支えられている。リスクプレミアムは12月に縮小したが、現在は適正水準であると見る。当社では、迫りくる政治日程（「ブレグジット」に伴う英国とEUの離脱交渉の進展、フランス大統領選挙、ドイツ連邦議会選挙）などの不透明感から選別投資を継続する。CSPPは引き続き社債市場にプラスに働き、スプレッドの過度な拡大を抑制しよう。
- 欧州中核国国債は割高であると当社では見ており、引き続きデフレーションをベンチマーク対比で短めに維持する（ドイツ10年国債の利回りは2017年3月期末が0.35%、2017年末は0.9%と予想）。

## 留意点

### 投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

### 投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。 「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

※上記に記載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。

※費用の料率につきましては、H S B C 投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

※当資料は、H S B C 投信株式会社が情報提供を目的として、H S B C グローバル・アセット・マネジメント（フランス）が作成した“Europe Insights”を翻訳・編集したものです。

### H S B C 投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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



ホームページ

[www.assetmanagement.hsbc.com/jp](http://www.assetmanagement.hsbc.com/jp)



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

#### 【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C 投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。