

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2月

<トピックス>

- ユーロ圏では、欧州の選挙を巡る先行き不透明感や保護主義的な政策への懸念が高まっているものの、経済成長率は足元で底堅さを見せている（2016年の国内総生産（GDP）成長率は前年比+1.7%と、長期トレンドの+1.5%を上回った）。
- ユーロ圏諸国は、ユーロ圏外諸国と貿易および投資面での経済的繋がりが強く、輸出については、相手国やセクターの多様化の恩恵を享受している。

<マーケットサマリー>

- 株式：欧州の企業収益予想は1月に2010年以来の上方修正となった。仮に2017年の企業収益予想が現在の予想並みの水準で安定すれば、欧州株式市場を押し上げる要因となろう。
- 債券：経済成長の加速やインフレ率の緩やかな上昇などを背景に、当社では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し、インフレ連動債については買い持ちを継続する。また、社債についてはベータ値が1以上の銘柄を選好する。

今月の注目テーマ：世界経済におけるユーロ圏

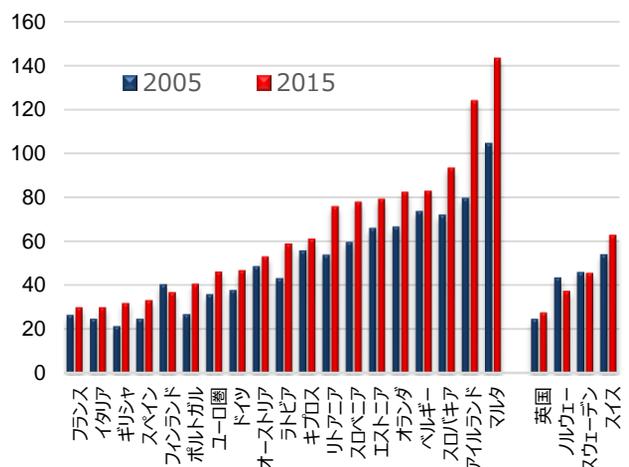
ユーロ圏の経済成長率は、欧州の選挙を巡る先行き不透明感や保護主義的な政策への懸念が高まっているものの、足元で底堅さを見せている。ユーロ圏諸国は、ユーロ圏外諸国と貿易や投資面での経済的な繋がりが強く、輸出については相手国やセクターの多様化による恩恵を享受している。今後、貿易や投資の多様化が維持されれば、ユーロ圏外諸国の経済成長率を下支える要因となろう。

開放経済

ユーロ圏は、世界各国との経済的な繋がりが強く、財・サービス輸出額の対GDP比は、2005年の約36%から2015年は約46%へと過去10年で増加している（図表1参照）。

ドイツ（対GDP比46%）、フランス（対GDP比30%）、米国（対GDP比12%）、英国（対GDP比28%）などの大国と比較して、マルタ、アイルランド、ベルギー、オランダなど、より小規模な国は、輸出依存度が相対的に高い傾向にある。

図表1：ユーロ圏の財・サービス輸出額の対GDP比

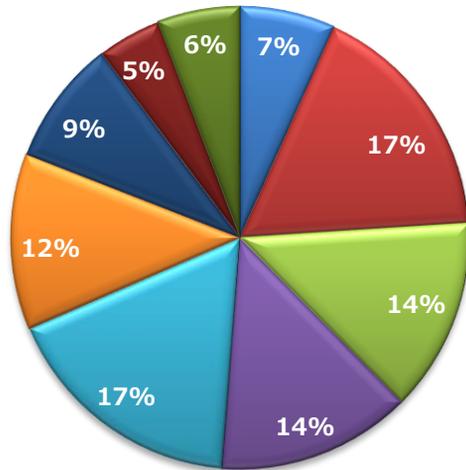


出所：Eurostat（2017年2月15日現在）

貿易相手国の多様化

ユーロ圏の輸出先は、地政学的に、十分に多様化している（図表2参照）。ユーロ圏の最大輸出相手国の1つである英国は全体の14%を占め、これは米国とほぼ同水準である。この他、中国は7%、中国を除くアジア全体は17%、ロシアおよび石油輸出国機構（OPEC）加盟諸国は9%を占める。また、ユーロ圏の経済的な統合の深化は他の欧州諸国にも及んでいる。セクター別では、サービス業（輸出全体の約25%を占める）、運輸や機械設備などの基幹産業（同約32%）、医薬品・嗜好品などの製造業（同約18%）などバランスが取れた構成となっている。

図表2：ユーロ圏の財・サービス輸出の国別内訳
（期間：2016年1月～11月）



ユーロ圏の投資活動

ユーロ圏経済のダイナミクスは、国を超えた投資や事業の拡大が可能であるかにかかっている。直接投資の流出入は国により大きく異なるが、直接投資による資金フローは、グローバル経済との統合の深化の度合いを表している。

いくつかの国では、直接投資の受け入れ及び外国への投資を活発に行っているが、純流入額を対GDP比で見るとベルギーが9%、アイルランドが7%、オランダが6%と相対的に比率が高い。一方、フランスとスペインは直接投資の純流入国で、各々、対GDP比で3%、4%に相当する。

- 中国
- アジア（除く中国）
- 英国
- 米国
- 中東欧（1）
- 欧州先進国（除く英国）（2）
- OPEC & ロシア
- ラテンアメリカ
- その他

(1) ポーランド、トルコ、ハンガリー、チェコ、ルーマニア、ブルガリア
(2) 欧州先進国：デンマーク、スウェーデン、スイス、ノルウェー
出所：トムソン・ロイター、Eurostat（2017年2月15日現在）

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：1月の動向と今後の見通し

1月の動向

1月は総合購買担当者指数（PMI）は54.4と2016年12月と同水準。2016年10-12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、前期比+0.5%、前年同期比+1.7%。

- 1月の欧州株式、ユーロ圏株式は各々前月末比-0.4%、-1.0%の下落となった。ブレント原油は-3.5%の低下となった。通貨ユーロは対米ドルで1ユーロ=1.05米ドルから1.08米ドルに上昇した。ユーロ圏の国債利回りはドイツ国債を除き、全般的に上昇した。
- 経済指標が市場予想を上回る:**ユーロ圏のマクロ経済指標は堅調な結果となった。総合購買担当者指数（PMI）は2016年12月と同水準の54.4であった。ユーロ圏の実質国内総生産（GDP）成長率は、2016年10-12月期は前期比+0.5%、前年同期比+1.7%の上昇となった。1月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+1.8%と2016年12月の+1.1%から加速した。なお、欧州中央銀行（ECB）は定例理事会で政策金利の据え置きを決定した。
- スタイル:** バリューストックは2016年10-12月期に上昇したがその後は弱含んでいる。グロース株のパフォーマンスはバリューストックを上回った。
- セクター:** エネルギーおよび不動産が軟調であった。ITが唯一の上昇セクターとなった。

バリューストック上昇の継続は、企業収益の安定化が鍵

欧州の企業収益予想は1月に2010年以來の上方修正となった。2017年の企業収益予想が、現在の水準で安定すれば、欧州株式市場の上昇要因となる。

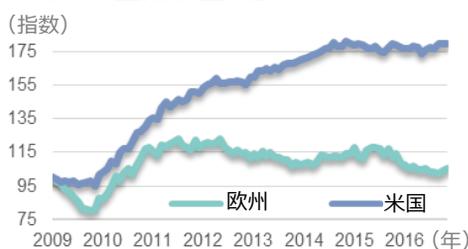
- バリューストックは、2016年7月7日から2017年1月5日にかけて19%アウトパフォームした後一服した。こうした上昇は2012年7月にもあり、また企業収益の伸びを背景に大幅上昇した2000年8月や2003年3月とも重なる。米国では2009年3月以降、バリューストックがグロース株を40%アウトパフォームした。仮に2017年の欧州企業の増益率が市場のコンセンサス予想の2桁台に到達すれば、バリューストックはさらに上昇すると見られる。
- 当社では、欧州の企業収益が8年振りに市場コンセンサス予想の水準と合致すると見ている。景気は回復しており、1月の労働市場は改善を示している。欧州企業の利益は2007/2008年のピーク水準を依然28%下回っており、また利益率は米国がピークにあるのに対し欧州は収益サイクル半ばから終盤の水準にある。
- 欧州では2016年11月以降、企業収益が改善傾向にある。仮に2017年の企業収益予想が現在の+15%程度で安定すれば、バリューストックは一段高が期待できる。

図表3：グロース株に対するバリューストックの相対パフォーマンス



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年1月31日現在）

図表4：企業利益成長率



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年1月31日現在）

図表5：欧州企業の上方/下方修正



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年1月31日現在）

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
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。
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。
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。
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。
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。
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。
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。
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トランプ米政権下で、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。

*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。

欧州債券市場：1月の動向と今後の見通し

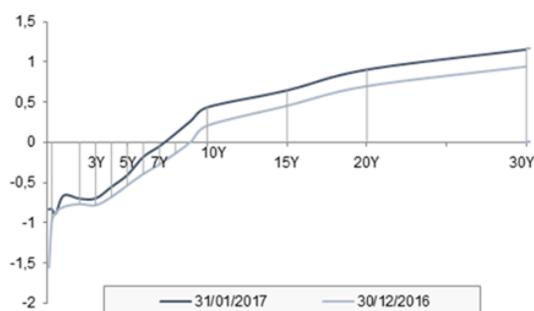
欧州国債市場と社債市場の動向

最近の先進国国債の売り優勢はこれまでの「デフレ優勢」から「リフレ」へのシフトを反映。経済活動にも改善兆候あり。

1月の社債市場のパフォーマンスは強弱交錯する内容。ほぼ全てのセクターで信用リスク・プレミアムが僅かに拡大した一方、最もリスク水準が高い資産のパフォーマンスが堅調であった。1月の欧州ハイ・イールド債市場は69bpの上昇。

- 欧州および米国における直近の主要マクロ経済指標は全般的に安堵感を与える内容となり、米国経済が堅調で欧州景気は回復に向かっているとの市場コンセンサスを下支えした。また、インフレ率が上昇しており、1月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+1.7%と2016年12月の+1.1%から上昇し、4年振りの高水準となった。インフレ率上昇の背景には、原油価格の上昇や通貨安が挙げられる。2016年10-12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前年同期比+1.7%と、長期トレンドの+1.5%を上回る結果となった。
- 直近の先進国国債の下落はこれまでの「デフレ優勢」から「リフレ」へのシフトを反映しており、経済活動にも改善が見られる。ドイツ10年国債とスペイン10年国債の利回りはともに22ベーシスポイント上昇し、各々0.44%、1.60%となり、またイタリア10年国債利回りも50ベーシスポイント上昇した。フランス10年国債はフランス大統領選挙を巡る懸念が重しとなり、利回りが35ベーシスポイント上昇し1.04%となり、ドイツ国債とのスプレッドが3年振りの高水準となった。
- 社債市場のパフォーマンスは強弱交錯する内容となった。ほぼ全てのセクターで信用リスク・プレミアムが僅かに拡大した一方、最もリスク水準が高い資産のパフォーマンスが相対的に好調であった。iboxx欧州社債指数は62ベーシスポイント低下したが、1月の欧州ハイ・イールド債市場は69ベーシスポイント上昇と堅調であった。ハイ・イールド債のスプレッドは2015年2月以来の縮小となった。
- 中でも、商品関連セクターは商品価格の上昇により信用リスク・プレミアムが大幅に縮小した。また、発行体が事業会社または金融機関の劣後債も堅調なパフォーマンスとなった（特に偶発転換社債（CoCo債））。通信およびヘルスケアセクターでは、トランプ米政権の政策不透明感や合併買収（M&A）の活発化を受けて軟調であった。

図表6：ドイツ国債利回り



出所：ブルームバーグ（2017年1月31日現在）

2017年の見通し

経済成長の加速やインフレ率の緩やかな上昇などを背景に、当社では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。インフレ連動債は買い持ちを継続する。また、社債については選別投資の観点から、ベータ値が1以上の銘柄を選好。

- 今後数ヶ月は、トランプ米政権による政策スタンスやフランス大統領選挙などの欧州政治リスクなどが、債券市場にとり主な懸念材料となろう。欧州中央銀行（ECB）の課題は、金融政策を緩やかながら正常化へ向かわせ、市場参加者の期待をコントロールし、そのバランスを上手く図っていくことであろう。
- 今後数週間では、特にユーロ圏加盟国の政治リスクなどの不透明感が続く見込みであり、これが金利のボラティリティに影響を及ぼす可能性がある。一方、欧州景気が回復に向かっていること、企業や銀行のバランスシートが比較的健全であること、ECBによる金融緩和策が継続されると見られることなどは、投資家心理の支援材料となろう。
- 経済成長の加速やインフレ率の緩やかな上昇などを背景に、当社では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し、インフレ連動債については買い持ちを継続する。また、選別投資の観点から、社債についてはベータ値が1以上の銘柄を選好する。

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



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。