

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3月

<トピックス>

- 政治リスクは引き続き債券市場のボラティリティを高める要因である。フランスでは、大統領選挙を控え、反ユーロを掲げるポピュリズム（大衆迎合主義）勢力の拡大への懸念が根強く、市場は「欧州の政局の行方」や「リデノミネーション」の可能性を政治リスクとして織り込み始めている。同国で欧州連合（EU）懐疑主義を掲げる大統領が誕生した場合には、欧州連合（EU）や欧州経済通貨同盟（EMU）からの離脱を問う国民投票が実施される可能性も出てくる。

<マーケットサマリー>

- 株式：2月の株式市場は、欧州株式が+2.9%、ユーロ圏株式が+2.6%と、各々上昇した。ブレント原油は前月末比-1.0%で取引を終えた。通貨ユーロは対米ドルで1ユーロ=1.08米ドルから1ユーロ=1.06米ドルへと下落した。
- 債券：2月の社債市場は全般的に底堅い展開となった。ユーロ建ハイ・イールド債も前月末比+0.97%と堅調であった。当社では引き続き、欧州中核国国債は依然として割高であると見ており、デュレーションをベンチマーク対比で短めに維持する。また、ボラティリティが上昇する局面では戦略的にポジションの調整を図る。

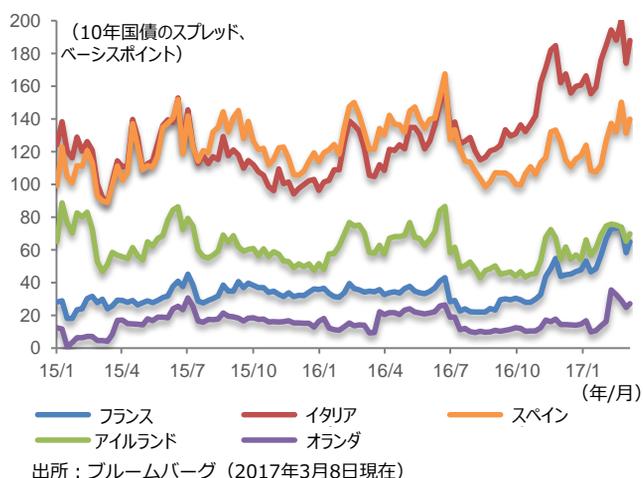
今月のテーマ：市場の注目はフランス大統領選挙へ

EU崩壊と「リデノミネーション」リスク

フランス大統領選挙を控え、国債市場は欧州の政局の行方や「リデノミネーション*」の可能性を政治リスクとして織り込み始めている（図表1参照）。フランス大統領選挙及び下院議会選挙を控え、反EU、反ユーロを掲げる勢力の台頭が引き続き投資家心理の重しとなっている。フランス大統領選挙では、現在、候補者5名の支持率が10%を超えている（次項の図表2参照）。

しかしながら、フランスでは二回投票制が採用されており、大統領と首相、内閣と議会で政治的なバランスが上手く取れる仕組みとなっている。大統領選挙でEU懐疑主義を掲げる候補が勝利した場合、EU離脱やユーロ離脱などを問う国民投票に発展する可能性はあるが、その実施には多くのハードルを乗り越えることが必要となろう。

*現在の通貨ユーロから新通貨への変換。

図表1：ユーロ圏10年国債利回りの対ドイツ国債の
スプレッド

フランス大統領選挙： 2017年4月23日及び5月7日

フランス大統領選挙は、第1回投票と決選投票の二回投票制である。第1回投票で過半数以上の支持率を獲得すれば、その候補者の勝利となるが（過去に第1回投票で勝利したケースはなく、直近の世論調査で見ても可能性は極めて低い）、実際には、第1回投票の上位2候補者による決選投票が行われることが予想される。

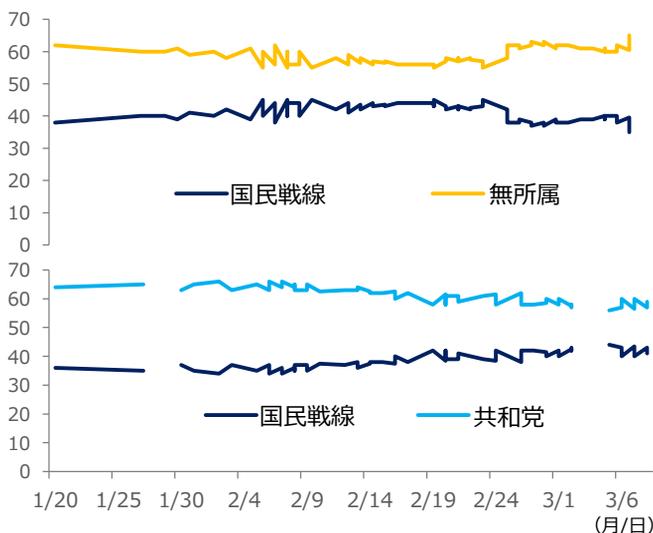
英国のEU離脱の国民投票や米国大統領選挙の例に見られるように、世論調査が必ずしも最終的な結果を予見できるとは限らない。それでも、直近の世論調査では、反ユーロを掲げるマリーン・ルペン党首率いる極右・国民戦線が第1回投票で勝利した後、決選投票では他の候補者に大差で敗北することを示している（図表2&3参照）。

図表2：フランス大統領選挙の第1回投票予想
世論調査結果に基づく各候補者の支持率レンジ
(期間：2016年12月20日～2017年3月9日)



* EU懐疑主義を掲げる政党：国民戦線、左翼党

図表3：フランス大統領選挙の決選投票予想
(%、期間：2017年1月20日～2017年3月8日)



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）

1 大統領制と議院内閣制を組み合わせた政治体制。
2 改革共存政権：大統領と首相が異なる政党に所属する状態。

フランス大統領の役割

フランスの政治体制は「半大統領制¹」を採用している。大統領の権限は、法令・条約の公布、条例・政令の署名、改正法案の議会への提出など多岐に亘る。さらに、大統領は軍の最高司令官であり、条約の遵守の保証責任も担っている。憲法16条では、大統領は国家緊急事態に非常措置権を行使することが可能と規定しており、実際に「コアビタシオン²」下で、大統領が議会の決議に対し実施の先送りや拒否権を行使した事例がある。但し、大統領の権限は国民議会によって制約を受けており、例えば大統領は首相の任命権を有する一方、閣僚の任命には首相の助言を必要とする点などが挙げられる。また、首相及び内閣は国民議会の信任投票により承認される（慣習法に基づくもので法的義務ではない）。首相と内閣は国政を司り、国民議会に対しても責任を負う（他方、国民議会は不信任投票により倒閣が可能）。

フランス国民議会選挙： 2017年6月11日及び18日

フランス国民議会（下院に相当）選挙では、大統領選挙と同様、二回投票制が導入されている。総定数は577名で、1つの選挙区から1人が選出される小選挙区制である。同制度では、有効得票のうち50%以上の有効得票を獲得した候補者がいない場合には、12.5%以上を得票した候補者による第2回投票が行われる。また、国民議会（下院）は元老院（上院）より優先権があり、憲法68条では、国民議会は大統領が憲法に違反したと判断した場合に大統領の解任が可能と規定している。「コアビタシオン」による行き詰まりの回避に対応する目的もあり、議員及び大統領の任期は、2002年以降、5年となっている（2002年、2007年、2012年の選挙では与党が過半数を獲得）。現在の世論調査通りとなった場合、極右・国民戦線は、現在の2議席から58～64議席へと躍進すると見られるが、圧倒的過半数である289議席を大幅に下回ろう。

国民投票の実施にあたりクリアすべき3つの事項

フランスでEU離脱またはユーロからの離脱を問う国民投票を実施するには、以下の3つのハードルをクリアする必要がある：

- (1) 憲法89条：憲法がフランスのEU加盟を規定しているため89条の手続きによる憲法改正が必要。国民投票実施には上下両院の承認が求められる。
- (2a) 憲法11条：国民投票には、憲法11条の規定により、首相による提案、議会の審議と憲法裁判所の合意が求められる。（ユーロ離脱については憲法に明記なし）
- (2b) 憲法11条：有権者の10%及び議会の20%の提案、1ヶ月以内の憲法裁判所による批准により国民投票の実施が可能となる。

このように、国民投票の実施にあたり、上下両院、憲法裁判所、首相、有権者による賛同などが必要となる。

欧州株式市場：2月の動向と今後の見通し

2月の動向

2月の欧州株式、ユーロ圏株式は前月末比各々、2.9%、2.6%上昇した。ブレント原油は1%下落。通貨ユーロは対米ドルで1ユーロ=1.08米ドルから1.06米ドルへと下落した。

- 2月の欧州株式、ユーロ圏株式は前月末比で+2.9%、+2.6%と各々上昇した。ブレント原油は-1.0%の下落となった。通貨ユーロは対米ドルで1ユーロ=1.08米ドルから1ユーロ=1.06米ドルに下落した。ユーロ圏の国債利回りは全般的に上昇した。
- 経済指標が市場予想を上回る：**2月に発表されたユーロ圏のマクロ経済指標は全般的に堅調な内容となった。総合購買担当者指数（PMI）は56.0と、生産活動が活発であったことが追い風となり、2011年4月以来の高水準となった。生産活動は、オランダ、ドイツ、イタリアで加速が見られたが、スペイン、アイルランド、オーストリア、フランスでは鈍化した。なお、ギリシャは減速ペースが緩やかなとなった。
- スタイル：**グロース株がバリュー株を大きくアウトパフォームし、小型株は大型株を僅かにアウトパフォームした。
- セクター：**IT、医薬品、食品・飲料・タバコ、家庭用品、不動産のパフォーマンスが市場平均を上回った一方、エネルギー、金融、素材は市場平均を下回った。

株式市場はフランスの政治リスクを織り込んでいるのか？

EU懐疑主義を掲げる政党が勝利すれば、株式市場の変動性が高まると見られるが、フランス企業は国外での売上比率が高い（72%）点でなお投資妙味があり、他の欧州株式と比べ割安感がある

- 市場関係者の中には、フランス株式市場と、ドイツ10年国債とフランス10年国債の спреッドとの乖離を懸念視する向きがある。最近、ドイツ国債とフランス国債の спреッドが拡大する一方で、フランス株式市場は上昇を続けている（**図表4参照**）。フランス大統領選挙が近づく中で、フランス株式市場は、フランス国債の спреッド拡大を無視するような動きを見せている。

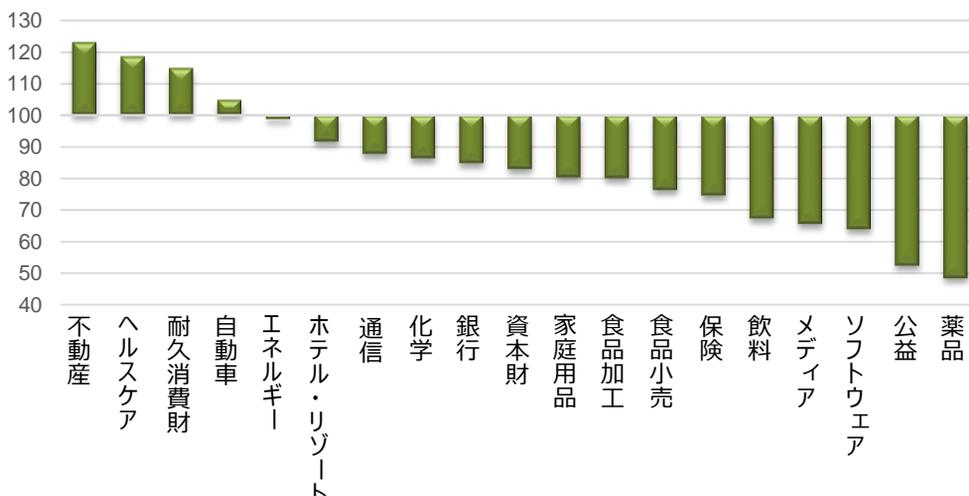
図表4：フランス国債（対ドイツ国債）の спреッドとフランス株価指数（CAC 40）
（2013年3月1日～2017年3月3日）



出所：H S B Cグローバル・アセット・マネジメント（フランス）

- 確かに、EU懐疑主義を掲げる極右政党が勝利する可能性は、株式市場にとり懸念材料ではある。しかしながら、フランス企業の売上は国外比率が高く（72%）、また他の欧州株式と比較して、フランス株式のバリュエーションに割安感がある点も注目に値するだろう。

図表5：他の欧州企業と比較した12ヶ月先のフランス企業の株価純資産倍率



出所：H S B Cグローバル・アセット・マネジメント（フランス）

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
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。
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。
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。
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%）、全般的に割安感あり。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	銀行セクターはオーバーウェイトだが、各種金融には弱気スタンス。
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、バリュエーションは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直近のH S B C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。

欧州債券市場：2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

2月の社債市場は底堅い動きとなった。但し、国債価格は上昇したが、社債市場ではクレジット・スプレッドが1月末から僅かに拡大した。

社債市場では、ハイブリッド債並びに偶発転換社債（CoCos債）が年初来でアウトパフォーマンスした。欧州ハイ・イールド債も堅調となり、0.97%上昇した。

欧州中核国国債は依然割高であり、当社では引き続きデュレーションをベンチマーク対比で短めに維持。ボラティリティが上昇する局面では戦略的にポジション調整を図る方針。

- 2月の市場環境は、1月から大きく変化はなかった。主要国の金融政策の方向性を巡り発行体が様子見姿勢を取る中、信用力が高い発行体の多くは、欧州及び世界経済の回復が追い風となり堅調であった。
- 2月は、「質への逃避」で国債が上昇（ドイツ10年国債利回りが22ベースポイント低下し0.21%）したものの、欧州社債市場では2月末のクレジット・スプレッドが前月末から僅かに拡大した（iBoxx欧州社債指数は3ベースポイント上昇）。フランス国債はドイツ国債とのスプレッドを埋める形で緩やかに上昇したが、両国債のスプレッドは依然高水準にある（2月22日時点で80ベースポイント）。社債の発行体は金融セクターを中心にやや不安定な展開となった（但し、同セクターでは多くの銘柄が国債市場のパフォーマンスを上回った）。ドイツ2年国債（Schatz）利回りは-0.95%を記録した。欧州周辺国の国債市場は依然値動きの荒い展開となり、イタリア10年国債（BTP）とドイツ10年国債（Bund）のスプレッドは200ベースポイントまで拡大した。
- 2月の社債市場は全てのセクターで底堅い動きとなり、特に、ハイブリッド債並びに偶発転換社債（CoCos債）が年初来でアウトパフォーマンスした（リターンは2ヶ月連続でプラス）。
- 欧州ハイ・イールド債については、月末の価格が前月末比0.97%上昇した一方、ボラティリティは最低水準で推移するなど、月を通して堅調な展開となった。
- 社債の新規発行の需要は底堅く、これまでのところ新規案件の価格シフトは見られていない（超過応募で需要は堅調、発行価格は当初の価格設定の範囲内を維持）。

図表6：フランス10年国債とドイツ10年国債のスプレッド



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）

2017年の見通し

- 欧州政局の行方を巡る不透明感は、依然クレジット・スプレッドの拡大などボラティリティの上昇に繋がるリスク要因である。しかし、欧州や米国の経済指標は全般的に堅調であり、市場は米国の追加利上げを相応に織り込んでいる。欧州中央銀行（ECB）は、コア・インフレ率の持続的な上昇や欧州景気の基調的な回復の兆候があるまでは、金融引締めを急ぐ必要はないとの見解を示した。
- 企業のバランスシートは比較的健全であり、レバレッジは米国と比べ低水準で企業の買収・合併（M&A）も適度に見られる。格上げ/格下げ比率や企業収益も欧州社債市場の支援材料となる一方、バリュエーションは適正水準と見る。ポートフォリオのベータ値については、1.1~1.4のレンジに維持する。
- 欧州社債のスプレッドは、景気回復の初期段階の水準として適正と見られ、企業のファンダメンタルズも市場の下支えとなる（デフォルト率は今後数年で2~3%近辺と予想）。欧州社債市場は、リスク調整後リターンの観点から投資妙味があると見ている。
- 一方、欧州中核国国債については依然割高であり、当社では引き続きデュレーションをベンチマーク対比で短めに維持する。また、ボラティリティが上昇する局面では戦略的にポジション調整を図っていく方針。

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。