

## 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4月

## &lt;トピックス&gt;

- 欧州の経済指標は全般的に堅調となり、3月の総合購買担当者指数（PMI）は6年振りに高水準（前月から1.7ポイント上昇し56.7）を更新した。総合PMI内訳のうち、雇用指数については2007年7月以来の高水準を記録した。
- ユーロ圏の失業率は、2013年5月の12.1%をピークに緩やかな低下基調を辿っており、直近の2017年1月は9.6%まで低下した。特にドイツの失業率は、歴史的低水準にある（2017年2月時点で5.9%）。その他のユーロ圏諸国では低下傾向ながらも、世界金融危機前及び過去平均の水準を依然上回っている。

## &lt;マーケットサマリー&gt;

- 株式：3月の欧州及びユーロ圏株式は、各々+3.6%、+5.5%の上昇となった。2017年の予想利益成長率については、特にユーロ圏の中小企業を中心に底堅さが続くと思われる（ユーロ圏は+28%、欧州では+18%）。
- 債券：2017年1-3月期の欧州社債市場は底堅く推移し、スプレッドは8ベースポイント程度のレンジ内で安定的に推移した。4-6月期はボラティリティが高まる可能性があるが、社債の信用力は全般的に底堅い。2017年末の独10年国債利回りは現在より0.9%上昇すると見込んでいる。

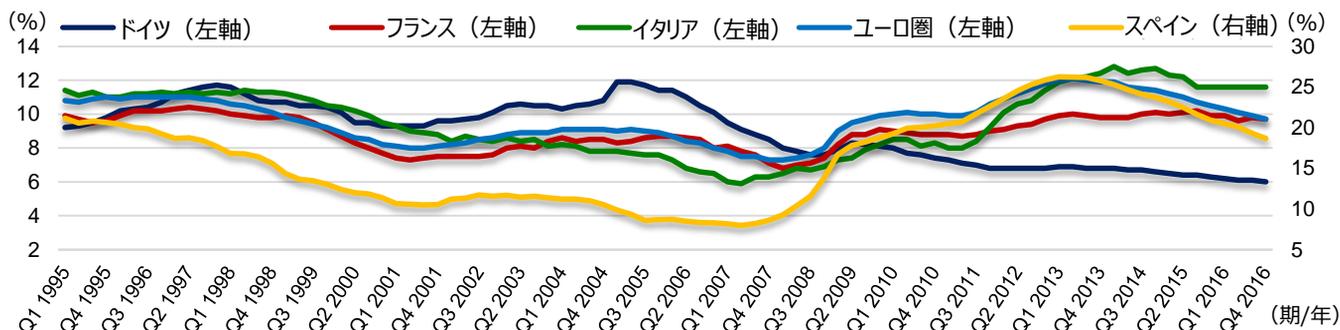
## 今月のテーマ：ユーロ圏における雇用情勢と賃金ダイナミクス

## 景気回復と雇用情勢

ユーロ圏の失業率は2013年5月の12.1%をピークに低下傾向を辿っており、直近の2017年1月は9.6%まで低下した（[図表1参照](#)）。特にドイツの失業率は、歴史的低水準にある（2017年

2月時点で5.9%）。その他のユーロ圏諸国では、失業率は低下傾向を辿っているものの、フランスやイタリアなど特に景気回復が比較的遅れている国では、依然として世界金融危機前及び過去平均の水準を上回っている（[次ページ図表2参照](#)）。

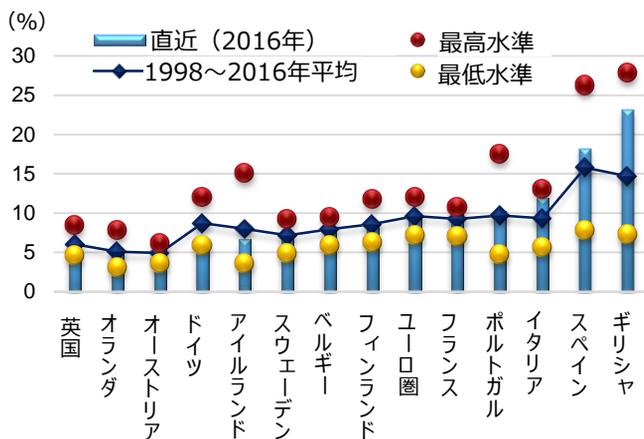
図表1：ユーロ圏の失業率の推移（1995年1-3月期～2016年10-12月期）



出所：英国国家統計局 - 労働力調査、16～64歳までの失業率（季節調整値）、国際労働機関（2017年3月24日現在）

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

図表2：欧州各国の失業率（1998年～2016年）



出所：英国国家統計局 - 労働力調査、16～64歳までの失業率（季節調整値）、国際労働機関（2017年3月24日現在）

### 労働改革が始動

労働市場は一般に景気サイクルに追随する傾向がある。欧州では、2014年下半年から雇用の拡大が見られたが、これは欧州景気が回復に向かい始めてから約18ヶ月後に当たる。今回の景気回復は、過去の回復局面よりも緩やかなペースにとどまり、また労働市場に構造変化が生じる中で、雇用が拡大している。労働改革は多くの国で導入され、企業は景気サイクルや個々の経営状況に応じて、より柔軟に労働者を雇用することが可能となった。但し、これらの改革は、文化的な習慣を変える場合もあり、改革の過程を長期に亘り慎重にモニターすることが必要であろう。

欧州主要国ではドイツが初めて労働改革を導入した。「ハルツ (Hartz) 改革」は、第1～第4に分かれ段階的に進められており、高失業率と労働市場の硬直性の是正を目的に、労働者派遣法の緩和、職業訓練の斡旋、失業給付の受給要件の厳格化などが実施されている。ハルツ改革の最終段階「ハルツ第4法」（従来の失業手当と福祉手当を統合し「失業給付Ⅱ」に一本化した法律）が施行された2005年以降、失業率は2005年3月の12.1%をピークに、2017年2月には5.9%へと大幅に低下した。実際、労働市場では、賃金交渉や雇用形態などの面で柔軟性が向上し、世界金融危機時には経営難に直面したドイツ企業が雇用調整を円滑に行うことが可能となった。

スペインでは「2012年労働市場改革」において、賃金交渉が従来の業界単位よりも企業単位が優先されるとともに、解雇コストの低減や手続きの簡略化などの解雇規制改革も実施された。イタリアでは「2015年職業法 (Jobs Act)」に基づき、個々の生涯学習・訓練の強化と解雇規制の緩和を含む「労働フレキシキュリティ (労働市場の柔軟性と労働者の社会保障)」モデルが導入された。イタリアの労働市場対策では、求職者のサポートや (女性、若者、シニア層の) 労働参加の促進が行われている。

フランスでは「2016年労働改革法 (Labour Act)」に基づき、キャリアにおいて取得した権利は転職または失業しても生涯に亘り保持できる

とする枠組みが導入された。加えて、硬直的であった賃金や労働時間の規制に関する交渉を企業レベルで行うことが可能となった。

以上のように、ユーロ圏全体では、労働改革が進められており、なお不完全ないし実施間もないケースもあるものの (イタリアやフランスなど)、今後は、景気動向や企業の経営状況に応じた雇用者の拡大が期待される。

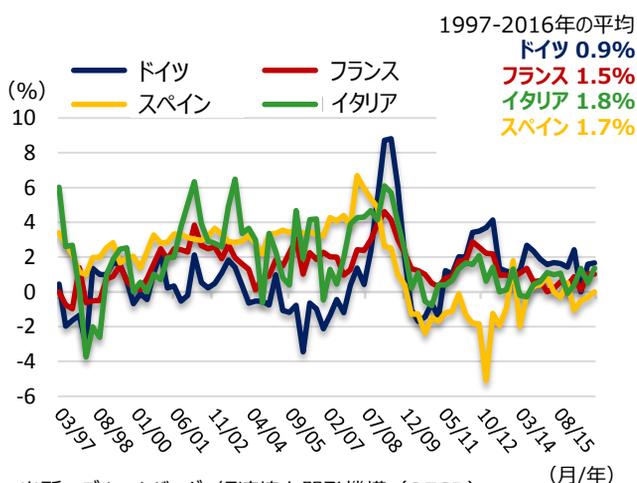
### 労働市場の柔軟性向上は、賃金と物価の上昇に寄与

欧州中央銀行 (ECB) によると、2016年10-12月期のユーロ圏の給与水準は前年比+1.4%と上昇しているものの、そのペースは緩やかものにとどまっている。これは、「労働市場の緩み、弱い生産性の伸び、現在進行中の労働市場改革を反映している<sup>(1)</sup>」。

ユーロ圏の景気回復に伴う雇用拡大は、1人当たり賃金の上昇に繋がると考えられる。一方、生産性の伸びは緩やかなペースにとどまっており、インフレ圧力となる単位労働コストの上昇を示唆している。ドイツでは、雇用情勢が他のEU諸国より良好であるため、単位労働コストがより速いペースで上昇している (2016年10-12月期は前年同期比+1.7%と過去平均の+0.9%を上回る)

(図表3参照)。しかし、雇用の改善は、現在進行中の労働改革や賃金交渉の効果が遅れて表れるため、過去の景気拡大局面と比べて、緩やかにとどまると考えられる。たとえば、ドイツでは2016年に合意された賃金交渉の平均期間は22.8ヶ月であり、同年の賃金上昇率は2.4%と低下している (2015年は2.7%、2014年は3.1%)。

図表3：単位労働コスト (前年比)



出所：フルームバーグ、経済協力開発機構 (OECD) (2017年3月24日現在)

ユーロ圏全体では、ECBは、コア・インフレ率予想を2016年の+0.9%から2017年は+1.1%、2018年は+1.6%、2019年は+1.8%としており、1997～2016年の年平均 (+1.4%) を大幅に上回ると予想されている。

(1) 欧州中央銀行 (ECB) 「Economic Bulletin」 (2017年3月)

# 欧州株式市場：3月の動向と今後の見通し

## 3月の動向

- 3月の欧州株式、ユーロ圏株式は各々+3.6%、+5.5%と上昇した。ブレント原油は-4.4%の下落となった。通貨ユーロは対米ドルで1ユーロ=1.06米ドルから1.07米ドルに上昇した。ユーロ圏の大半の国債の利回りは小幅に上昇した。
- **経済指標は予想より堅調**：ユーロ圏の経済指標は引き続き堅調であり、3月の総合購買担当者指数（PMI）は前月から1.7ポイント上昇し56.7と、過去6年で最高となった。また、2月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+2.0%、前月比+0.4%と数年振りの高水準に達した。
- **スタイル**：バリュー株が僅かにグロース株をアウトパフォーム、また大型株が僅かに小型株をアウトパフォームした。
- **セクター**：公益、金融、一般消費財、資本財が市場平均を上回った一方、エネルギー、素材、ヘルスケア、生活必需品は下回った。

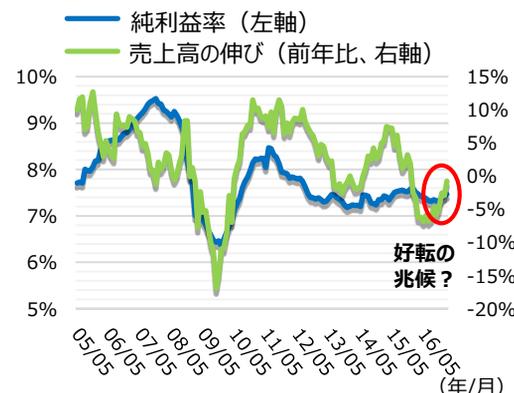
欧州株式、ユーロ圏株式は各々3.6%、5.5%上昇した。ブレント原油は4.4%下落、ユーロは1ユーロ=1.06から1.07米ドルに上昇。

## 欧州で企業収益が好転している理由

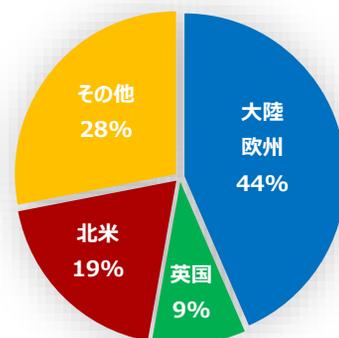
- 2017年の企業収益は、欧州で17.5%増、ユーロ圏で18%増が見込まれている。小型株は欧州は18%増、ユーロ圏は28%増と力強い伸びが予想されている。
- 企業収益を支える要因は：
  1. 銀行の貸出縮小サイクルの終了
  2. 信用の伸びの回復
  3. 新興国経済の安定化・成長
  4. インフレ率の上昇
  5. 自社株買いの可能性
- 2002年から2008年の6年間にわたる欧州の銀行による信用膨張は、2008年以降、縮小へと転じ、銀行は貸出しを50%近くまで削減した（同期間に米国の銀行は40%程度まで削減）。そして現在、この信用収縮サイクルが終焉を迎えるとともに、銀行貸出しの伸びが上向き始めている。
- 同時に、新興国市場と関係が深いセクター（建設、鉱業、資源）を中心に、インフレ率が上昇し始めている。欧州では景気敏感セクターの比重が高く、新興国を含む世界経済の回復が追い風となっている。特に新興国関連銘柄の相対的な収益モメンタムは、35ヶ月連続でアンダーパフォームを続けた後に、2008年以来となる大幅な上昇を記録している。
- この収益モメンタムの大幅好転の背景には、2016年第4四半期の予想を大きく上回る収益の伸びがあり、景気敏感セクターがけん引役となっている。

2002年から2008年の6年間にわたる欧州の銀行による信用膨張は、2008年以降、縮小へと転じ、銀行は貸出しを50%近くまで削減した。そして現在、この信用収縮サイクルが終焉を迎えるとともに、銀行貸出しの伸びが上向き始めている。

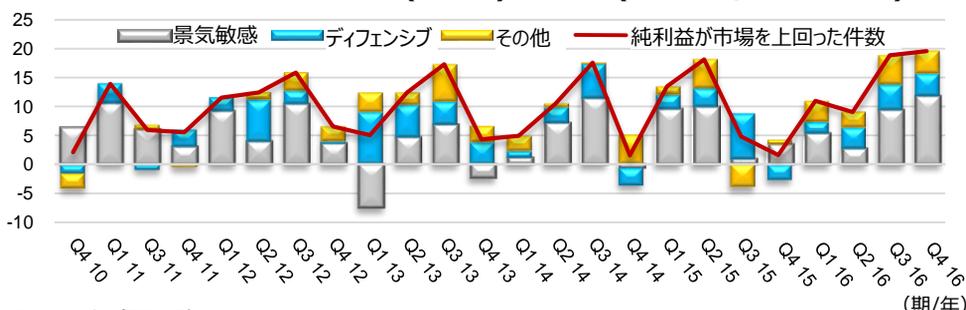
図表4：欧州企業の純利益率と売上高の伸び（期間2005年5月20日～2017年2月20日）



図表5：欧州企業の地域別売上構成比（2016年末現在）



図表6：純利益が予想を上回った件数(企業数)とセクター(景気敏感/ディフェンシブ)別寄与度



## 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・同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。
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。
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。

\*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：3月の動向と今後の動向

## 欧州国債市場と社債市場の動向

### 2017年1-3月期の動向

2017年1-3月の欧州社債市場は数々のイベントを消化し、底堅い動きとなった。なかでもAT1債（永久劣後債）のリターンが5%と最も高く、次いで保険会社発行の劣後債が3%、投資適格ハイブリッド社債が2.7%。

- 欧州社債市場は、①オランダ総選挙、②英国メイ首相による欧州連合（EU）からの正式離脱通告（EU基本条約50条の発動）、③国債市場及び原油価格の不安定な動き、④米国トランプ新政権の政策を巡る不透明性、⑤社債の発行増、などいくつかのマイナス材料を消化し底堅い動きとなった。社債スプレッドは、1-3月期を通じ8ベースポイント程度の変動幅に収まり、安定した推移となった。欧州中央銀行（ECB）の社債購入プログラムが引き続き欧州社債市場を支え、ユーロ建投資適格社債市場の安定をもたらした。
- こうした環境下、ベータ値の高い債券がアウトパフォーマンスする傾向が見られた。投資適格社債のスプレッドは2016年末と比べ小幅縮小し、トータル・リターンは+0.20%となった。
- ユーロ建ハイ・イールド債のスプレッドは20ベースポイント縮小し、トータル・リターンは+1.7%であった。最も高いパフォーマンスを上げたのはTier1(ATI、金融機関が発行する永久劣後債)でトータル・リターンは5%、保険会社発行の劣後債が3%、投資適格ハイブリッド社債が2.7%と続いている。

### 3月の注目点

- ユーロ圏の投資適格社債は全般的にスプレッドが縮小したが、国債利回り上昇を受けてトータル・リターンは抑えられた。
- 発行市場は活況となり、ユーロ建無担保投資適格社債の発行は683億ユーロに達した。社債発行はマルチ・トランシェ（異なる満期日、発行された地域など2つ以上の構成要因から成る証券）が多く、非金融機関の比率が高かった（金融機関の発行額259億ユーロに対し非金融機関424億ユーロ）。この背景には、金融機関に対してはECBが長期資金供給オペ（TLTRO）を通じて資金を供給していることが挙げられる。
- 起債の活発化にもかかわらず（新規発行額は2週間で約400億ユーロ）、社債スプレッドはタイトに維持された。
- 3月は投資適格ハイブリッド社債の初の発行が行われたほか、2月は皆無であった米国企業による社債発行も復活した。
- 流通市場では、フランスの社債がアウトパフォーマンスした。銀行劣後債のスプレッドは各銘柄及び年限で概ね30～50ベースポイント程度縮小した。特にアウトパフォーマンスが目立ったのはBNP、クレディ・アグリコル、ソシエテ・ジェネラル、保険会社もアクサ、CNP、SCORなどが高いパフォーマンスを記録した。

図表7：欧州社債スプレッド



図表8：ドイツ国債イールド・カーブ



出所：ブルームバーグ（2017年3月末現在）

発行市場は活況。流通市場ではフランスの社債がアウトパフォーマンス。銀行劣後債のスプレッドは各銘柄及び年限で概ね30～50bp程度縮小。

4-6月期もボラティリティの高い状態が見込まれるが社債の信用力は全般的に底堅い。2017年末は独10年国債利回りは現在より0.9%上昇すると見込んでいる。

### 2017年4-6月期の見通し

- 4-6月期もボラティリティの高い状態が続くであろう。フランス大統領選挙、米連邦準備制度理事会(FRB)及びトランプ政権の政策の動向を当社では注視していく。ECBの量的緩和縮小に向けた動きも、市場の思惑が働きやすく、注意が必要である。英国の欧州連合（EU）離脱交渉も市場の不安定要因であり、当面は4月29日のEU首脳会議の行方が注目される。
- 社債の信用力は全般的に底堅く、多くの発行体の慎重な財務運営やユーロ圏の景気回復が追い風となっている。当社では年末の国債利回りは現在より高く（独10年物国債利回りは0.9%上昇）、社債スプレッドは現在の水準かやや縮小を見込んでいる。
- こうした中で、金融機関、非金融機関のハイ・イールド債、劣後債の高ベータ銘柄が引き続きアウトパフォーマンスすると見ている。

## 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](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。