

Europe Insights

欧州市場を見る眼～現地からの報告

ご参考資料

HSBC投信株式会社
2017年5月



当レポートの要旨

▶ トピックス

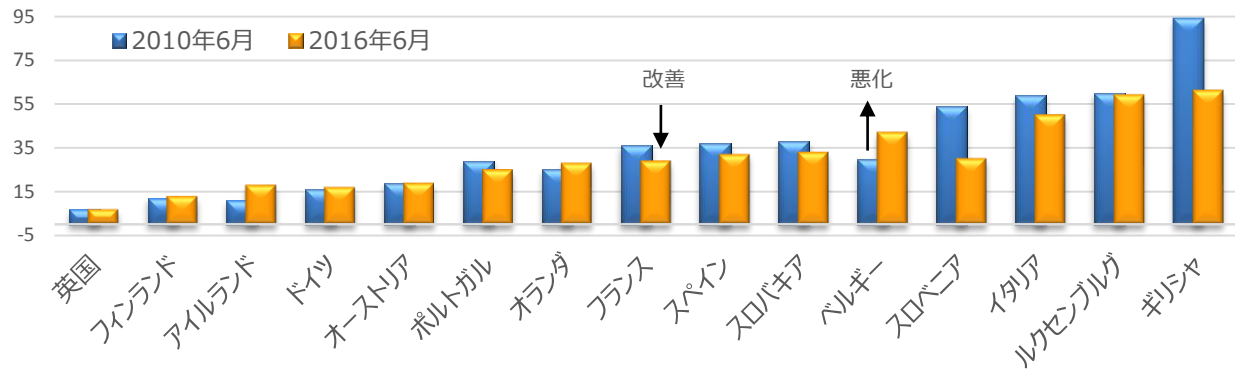
ユーロ圏では、経済の柔軟性向上、資源の有効活用を目指す成長志向型改革を推進しており、これにより資本、価格、賃金が市場環境に応じて調整されることが期待されている。但し、事業・就業慣行の変革、官僚的な形式主義や法的手続きの簡素化、保護産業への市場アクセスの改善などに向けた取り組みは、特に各国の選挙期間中においては、既得権益と衝突し、進捗が遅れる可能性がある。このため各種構造改革の実現には時間を要するが、それでもビジネス環境は着実に改善している。

- ▶ **株式** 欧州及びユーロ圏の4月の株式市場は各々+1.69%、+2.30%と上昇した。広範囲に亘る企業収益の回復が支援材料に。2016年11月以降の企業収益は上方修正が相次いでおり、2017年1-3月期には10セクターのうち6セクターで市場コンセンサス予想を上回る結果となった。
- ▶ **債券** フランス大統領選挙の第1回投票結果を受けて、ユーロ社債市場は上昇、フランス10年国債の対ドイツ10年国債のスプレッドは縮小した。当社では引き続き年末にかけて金利上昇を予想しているものの（ドイツ10年国債利回りは0.90%）、クレジット・スプレッドについては現在と同水準になると見ている。ベータ値が高いハイ・イールド社債や金融機関・事業会社が発行する劣後債が引き続きアウトパフォーマンスしよう。

トピックス: ユーロ圏における構造改革の進捗状況

ユーロ圏では、経済の柔軟性向上、資源の有効活用を目指す成長志向型改革を推進しており、これにより資本、価格、賃金が市場環境に応じて調整されることが期待されている。但し、事業・就業慣行の変革、官僚的な形式主義や法的手続きの簡素化、保護産業への市場アクセスの改善などに向けた取り組みは、特に各国の選挙期間中においては、既得権益と衝突し、進捗が遅れる可能性がある。このため各種構造改革の実現には時間を要するが、それでもビジネス環境は着実に改善している。（図表1参照）。

図表1：主なユーロ圏諸国における世界銀行の「ビジネスのしやすさ指数*」



* 指数が上昇（低下）するほど他国と比較してその国の制約は大きい（小さい）ことを示す。

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）

構造改革は主に3つの分野がある：(1) ビジネス促進；(2) 労働市場の柔軟性向上；(3) 税制対策

(1) **ビジネス促進**に向けた対策は、新たな商品やサービスの導入に対する規制、官僚主義的手続き、民事手続きにかかる所要時間などの各種障害を取り除くことを目的としている。例えば、フランスでは、経済成長及び経済活動復興に関する「**マクロン法 (Loi Macron)**」や「**2015年健康法 (Loi Santé 2015)**」の下、新たなサービス（長距離バス路線開設の自由化、スーパーの日曜営業規制の緩和、医療・介護ニーズに対応する目的で策定された「高齢化社会適用法」など）が導入された。マクロン法では、産業の競争促進を通じたサービス向上を図っている。例えば、旅客鉄道分野では、ほぼ独占状態にあるフランス国鉄 (SNCF) に対し、地方の鉄道会社が参入し競争を促すことで乗客向けサービスの向上に成功した。他方、公証人による認証など高い専門性が必要とされる領域においては、同法の適用が難しく、進捗に想定以上の時間がかかる傾向も見られる。一方、イタリア、スペインでは、過去2年間、運輸、ヘルスケア、小売、コンセッション方式のインフラ投資（空港、有料道路）などの分野において、競争を促す措置は採られていない。イタリアでは、2015年4月に産業競争促進に関する草案が議会で提出されたが、上院の承認に至らなかった。スペインでは、国内市場の製品・サービスに係る細分化された規制の解消を目的とする「市場統合 (Market Unity)」法の下、地域間の規制調和が期待されたが、この事業規制統合への動きは2016年に急速に後退した。厳格な規制が引き続き投資を抑えており、保護された領域では、外部からの参入が困難となっている。

(2) **労働市場の柔軟性向上**に向けた対策は、労働条件などに関する交渉を企業レベルで行い、企業の業績に応じた雇用の調整が可能になることを目指している。スペインでは2010～2012年の労働改革において、企業内部で賃金の調整が柔軟に行えるようになった一方、有期契約社員の増加に繋がっている。これは生涯トレーニングの妨げの原因となっており、スペインでは雇用者の資格保有率が他の欧州諸国と比べて低水準にとどまっている。職業訓練や労働者支援プログラムは、若年層の失業率や長期失業率の低下に不可欠であり、この問題が課題として残る。イタリアでは「**2015年職業法 (Jobs Act)**」において、新規雇用形態の導入、年功序列機能の維持、違法解雇時の救済措置などが導入された。しかし、同法的主要な欠点として、企業レベルでの賃金交渉に関する規定がないこと、適用範囲が公務員に及んでいない点などが挙げられる。フランスでは労働改革に関する「**エル・コムリ法 (Loi El Khomri)**」の下、企業レベルで労働条件を交渉できる枠組みや労働者がキャリアにおいて取得した権利を転職または失業しても生涯に亘り保持できる枠組みが2016年に導入された。しかし、同法にある労働の柔軟性改善を実践していない企業もあり、同法の浸透は産業間でばらつきがある。なお、マクロン新大統領は労働改革の推進を最重要項目の1つとして掲げている。

前項の続き：

- (3) **税制対策** も雇用創出の拡大にとり重要である。労働者の租税負担の軽減は、多くの国にとり優先課題であり、分野別の財政負担（消費税、不動産譲渡税、所得税、環境税、売上税、雇用関係税、固定資産税など）を均等化することで負担軽減を図っている。欧州諸国のうちフランス、イタリア、ベルギー、オーストリア、フィンランドでは、税引前利益率を低下させる「暗黙の税」の割合が依然高い。フランスでは「競争力強化と雇用支援に関する協約」、「責任及び結束に関する協約」、「雇用補助金（2016）」を通じて、雇用関係税の負担が軽減された。但し、マクロン新大統領が掲げる雇用契約に係る社会保障費削減を推進するには、他国との協調が必要となろう。

長期に亘る潜在経済効果

最近のレポート⁽¹⁾では、経済成長に必要とされる各種構造改革がすべて実施された場合のユーロ圏の国内総生産（GDP）は、構造改革が実施されなかった場合に比べて、今後10年で約6%、20年で11%押し上げられると結論付けている。また、構造改革による効果については、イタリアのGDPの押し上げ効果が今後20年で約17%と最も高くなると見られており、これはフランスの約12%、ドイツの約8%を大きく上回る。成長志向型改革による効果の表れには時間を要すると見られているものの（例えば、スペイン及びイタリアの選挙期間中は改革の進展に鈍化が見られた）、これまでの進捗はまずまずの出来と言えよう。

(1) 欧州委員会「EUの構造改革における潜在経済成長へのインパクト：ベンチマーク・エクササイズ」- ジョノス・ヴァルガ（経済論文 541、2014年12月）

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：4月の動向と今後の見通し

4月の動向

欧州株式、ユーロ圏株式は各々+1.69%、2.30%と上昇した。一方、エネルギー価格が小幅下落した一方、通貨ユーロは堅調に推移した。

- ▶ 4月の欧州株式、ユーロ圏株式は各々+1.69%、+2.30%と上昇した。一方、エネルギー価格は小幅下落、通貨ユーロは堅調推移、国債市場はドイツと英国が下落（利回りが上昇）した一方、他の欧州市場はほぼ横ばいであった。
- ▶ **経済指標は堅調**：経済指標は堅調であり、製造業購買担当者指数(PMI)は過去6年で最高に達した。企業収益見通しは上方修正されており、米調査会社Factsetによれば、現在、2017年の利益成長率は+22%（年初の予想は+14.8%）と予想されている。
- ▶ **スタイル**：クオリティ株（負債比率が低い企業）がバリュー株（純資産倍率が低い）を大きくアウトパフォームした。また、小型株のパフォーマンスが大型株を上回っている。
- ▶ **セクター**：銀行、化学、小売り、不動産、資本財、旅行・レジャー関連がアウトパフォームした一方、通信、素材、公益、エネルギーがアンダーパフォームした。

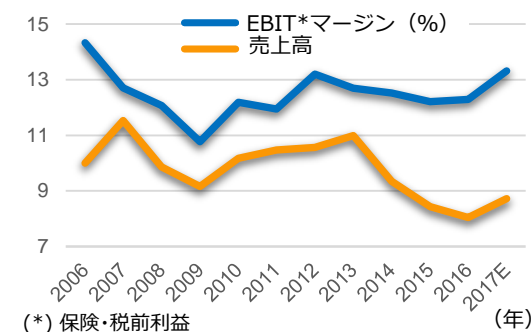
企業収益の改善が加速

- ▶ 多くの指標が企業収益の改善を示している。
 - 2017年の企業の利益予想は、2016年11月以降、毎月上方修正されている。1-3月期の利益は10セクターのうち6セクターがコンセンサス予想を上回り、2セクターは予想通り、残る2セクター（生活必需品、通信サービス）は予想を下回った。

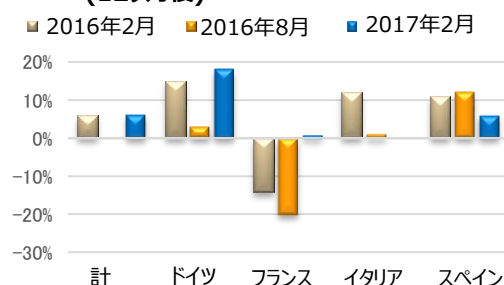
企業収益の回復は幅広い範囲で予想されているが、商品市況の持続的回復に依るところが大きいと見られる。欧州では5年間に亘る企業利益が低迷したが、2017年についてはMSCI欧州商品指数は55%の上昇が予想されている。商品市況の上昇は欧州企業に追い風となろう。

- ▶ 企業の利益は、2016年初以降、利益率の改善に支えられて好転したが、売上高の回復はより最近の現象である。
- ▶ 300社の経営幹部1,200人を対象としたスイスの金融機関UBSによる直近の調査（2017年2月）では、差し引きでより多くの幹部が、今後12ヶ月に利益率が改善すると見込んでいる。特にフランスとドイツの企業が改善を見込む一方、スペインとイタリアは前回調査（2016年8月）と比べ、改善を見込む割合が低下している。
- ▶ 企業収益の回復は幅広い範囲で予想されているが、商品市況の持続的回復に依るところが大きいと見られる。欧州では5年間に亘り企業利益が低迷したが、2017年についてはMSCI欧州商品指数は55%の上昇が予想されている。商品市況の上昇は欧州企業に追い風となろう。欧州経済の回復は始まったが、なお外部要因の助けが必要と言えよう。

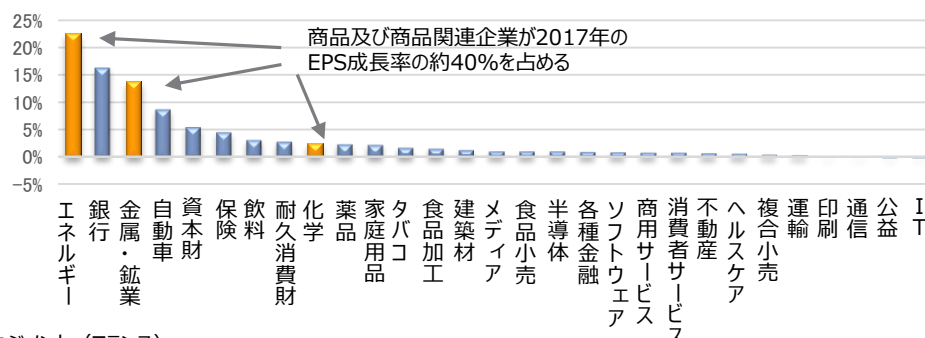
図表2: 売上高及び利益率のコンセンサス予想



図表3: UBS調査 企業の利益率改善予想 (12ヶ月後)



図表4: 2017年の利益成長への寄与 (ボトムアップのコンセンサス予想)



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）

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：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。
運輸	オーバーウェイト	過去1ヶ月の相対リターンが堅調なオランダ・ポスト（オランダ）、ドイチェ・ポスト（ドイツ）、イージー・ジェット（英国）**を選好。低コストでマーケット・シェアを伸ばす運送会社に注目。
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。
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。
ヘルスケア	アンダーウェイト	米政権による圧力で、米国の医薬品価格は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。

*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（2017年4月末現在）。

**参考情報として掲載したものであり、個別銘柄を推奨するものではありません。銘柄名は、H S B C 投信が翻訳しており、発行体の公式名称やその和文訳と異なる場合があります。

欧州債券市場：4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

フランス大統領選挙の第1回投票の結果を受けて、ユーロ圏社債市場は上昇し、昨年12月以降の取引レンジを上抜けた。

ハイ・イールド社債市場の力強い上昇は幅広い銘柄に及んでおり、一部銘柄が大幅に上昇したわけではない。

- ▶ 4月は、フランス大統領選挙の第1回投票で、中道のマクロン氏が極右のルペン氏を抑え首位に立ったことを受けて、ユーロ圏社債市場は上昇し、昨年12月以降の取引レンジを上抜けた。高ベータの債券（ハイ・イールド社債、金融機関が発行する劣後債、ハイブリッド証券）が低ベータの債券をアウトパフォームした。投資適格社債のスプレッドは7bp縮小、またハイ・イールド社債のスプレッドは28bp縮小し過去最低の3.3%となった。
- ▶ フランス国債及び欧州周辺国国債のスプレッドは引き続き縮小した。その結果、ドイツ10年物国債利回りはほぼ横ばいであったが、ユーロ圏国債市場インデックスは前月末比+0.5%と上昇した。
- ▶ **ハイ・イールド社債市場**：ハイ・イールド社債市場の力強い上昇は幅広い銘柄に及んでおり、一部銘柄が特別に大きく上昇したわけではない。セクター別に見ると、政治的不透明感の後退から恩恵を強く受ける金融がアウトパフォームしている。ハイ・イールド社債市場は、ユーロ圏経済が堅調であることに加え、発行体の大半が堅実な財務運営を行っており、信用状態が良好である。
- ▶ **発行市場**：2017年1-3月期は活発な起債が行われたが、4月は減少に転じ、新規発行額は、全体で見ると、年初来で前年同期の水準を僅かに下回っている。
- ▶ 欧州中央銀行（ECB）は、4月以降、資産購入プログラムの購入額を200億ユーロ減額したが、社債については4月も同額を購入している。ECBは4月に企業部門購入プログラム（CSPP）の下で、70億ユーロ弱の社債を買い入れた。

2017年の見通し

社債は依然強気に見ている。低いデフォルト率、健全なバランスシートなど欧州の発行体のファンダメンタルズは引き続き良好である。

- ▶ 景気サイクル、信用サイクルで米国に後れをとっているものの、ユーロ圏の景気も回復軌道に乗っている。ECBは景気の下振れリスクが後退したことを認めている。欧州企業のファンダメンタルズが持続的に改善し、金融政策が正常化へと向かう中、当社では以下の戦略が適切と見ている。
 - 国債のデレージョンの小幅短期化：ユーロ圏では、景気に上振れリスクがあるものの、持続的なインフレを伴う景気回復にはなお程遠い状態にある（コアインフレ率は低水準にとどまっている）
 - 社債のデレージョンを小幅長期化：当社は社債には強気である（スプレッドの縮小を見込む）。欧州の発行体は全般的にデフォルト率が低く、財務指標は健全であり、ファンダメンタルズは引き続き良好である。テクニカル指標もサポート要因である。とは言え、バリュエーションはタイト化しており、4-6月期、7-9月期はボラティリティが高まる可能性もある。また、フランス及びイタリアの議会選挙や、イギリスのEU離脱を巡る交渉の行方など、政治情勢はなお流動的である。また、米準備制度理事会（FRB）の金融政策がサプライズとなり、市場を動揺させるリスクにも留意したい。
- ▶ 4-6月期はなおボラティリティが高まる可能性がある。フランスの議会選挙、FRBの金融政策の行方、トランプ米大統領の財政改革の動向などを当社は注視していく。また、ECBが量的緩和を縮小する可能性、英国のEU離脱交渉の行方も、市場にとり不安定要因である。しかしながら、全般的に信用の質については、引き続き良好と言える。大半の発行体は慎重に財務運営を行っており、またユーロ圏の景気回復も追い風となろう。
- ▶ ユーロ圏国債の利回りは、現在より高い水準で年末を迎えると見ている（ドイツ10年国債利回りは0.90%と予想）。また、社債スプレッドは現在の水準程度か僅かに縮小すると見込んでいる。こうした中で、ハイ・イールド社債や金融機関、事業会社の発行する劣後債など、高ベータ銘柄が引き続きアウトパフォームすると見ている。

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



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。