

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9月20日



ドイツ連邦議会選挙：政策が変化する余地はあるか？

当レポートの要旨

当レポートでは、9月24日に実施されるドイツ連邦議会（下院）選挙について取り上げる。これまでの支持率の推移を見る限り、同選挙結果が市場に大きなサプライズをもたらす可能性は低く、メルケル首相が4期目の続投を決める公算が大きい。一方、連立相手となる政党次第で政策にある程度の違いが生まれてこよう。サービス業の規制緩和や労働市場の柔軟性など各種構造改革の進展は金融市場にとり重要であるが、如何なる組み合わせの連立政権が樹立されても従来の政策からの大幅な変更はないと考えられる。

図表1: 連立政権シナリオと市場への影響

影響	連立政権シナリオ ドイツキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU) -ドイツ社会民主党(SPD)	CDU・CSU - 自由民主党(FDP)、緑の党	CDU・CSU - FDP
経済	・インフレ率が高まるリスク（但しリスクは小さい）	・インフレリスクは限定的	
財政政策	・公的債務削減（対GDP比60%以下）に要する時間が長期化	・公的債務の削減（対GDP比60%以下）に要する時間は短縮	
ECBの金融正常化に向けた政策	・ECBの量的緩和プログラムの規模縮小が2018年末まで後ずれする可能性	・ECBの量的緩和プログラムの規模縮小が早期化する可能性（2018年4-6月期/7-9月期） ・預金ファシリティ金利の引上げ（2018年末）	
ドイツ国債利回り	・インフレリスクの高まりを背景に利回りが上昇	・ユーロ圏の政策が乖離した場合、利回りが低下	
ユーロ圏国債スプレッド	・スプレッドは縮小	・スプレッドは拡大	

出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年9月7日現在）

トピックス：ドイツ連邦議会選挙～政策が変化する余地はあるか？

これまでの支持率の推移を見る限り、9月24日に実施されるドイツ連邦議会（下院）選挙の結果が市場に大きなサプライズをもたらす可能性は低い。世論調査⁽¹⁾によると、メルケル首相率いる中道右派のドイツキリスト教民主同盟（CDU）とバイエルン州における姉妹政党の関係にあるキリスト教社会同盟（CSU）が連立政権を組むこととなろう。また、メルケル首相のCDU・CSUは大差を以って第2位のドイツ社会民主党（SPD）を制すると予想されている（[図表2参照](#)）。その他の4党については、支持率が8%前後と、僅差の戦いになると見られている。

図表2：世論調査に基づく各政党の支持率

	CDU・CSU	SPD	自由民主党 (FDP)	緑の党	左翼党	ドイツのための 選択肢(AfD)
	中道右派	中道左派	右派	中道左派	極左	極右
支持率 ^(*)	38%	24%	8%	7%	9%	8%
支持率レンジ	30%-40%	23%-33%	5%-10%	6%-9%	5%-11%	7%-13%
変動率 ^(**)	+1%	-3%	+1%	0%	0%	0%

(*) 2017年7月1日～9月7日までの支持率平均

(**) 4-6月期からの変動率（平均）

出所：世論調査会社の集計、HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年9月7日現在）

現時点の世論調査結果によると、CDU・CSUと連立政権を組む政党には3つのシナリオが想定される：

- I. SPDとの「大連立」の継続⁽²⁾
- II. FDPと緑の党による「ジャマイカ連立」（各党のシンボルカラーが黒・黄・緑であることから）
- III. FDPとの連立政権

とは言え、投票先を決めていない有権者が多数存在し、且つ投票率が低水準にとどまる可能性もあることから、投票結果は締切り直前まで確定しないと見られる。金融市場では、CDU・CSUが主導で連立政権樹立に動いた場合のリスクは限定的と見られている。但し、欧州では、経済成長に向けた構造改革や欧州統合の深化が重要な時期を迎えており、反体制派2党（左翼党およびドイツのための選択肢（AfD））を含む連邦議会に議席を有する6党が乱立する中での連立交渉は難航が予想される。

国内問題：構造改革と景気対策では、どちらを優先するか

財政政策については、CDU・CSU主導でいずれの連立政権が樹立した場合でも、「新規国債発行ゼロ」や政府債務の対GDP比率を2～3年以内に60%まで低下させるなどの政策はさほど変わらないだろう（[次ページ図表3参照](#)）。ドイツ経済は足元で増勢が見られており、財政的には余裕がある。こうした中、各政党は短期的な景気対策に焦点を当てた公約を掲げており、例えばCDU・CSUが約150億ユーロ（対GDP比0.4%程度）、FDPが約300億ユーロ規模の所得税減税案を打ち出している。SPDの公約は低所得者の所得税減税を含むものの、医療保障、年金拠出金および住宅支援の強化を通じた社会保障の拡充と所得再分配を優先する内容となっている。いずれの政策も景気対策を主眼としているが、潜在成長率の向上を目的とした構造改革の推進が見られなければ、内需喚起は（限定的ながら）インフレリスクの高まりに繋がる可能性がある（[次ページ図表4参照](#)）。なお、欧州委員会⁽³⁾は最近の経済報告書の中で、ドイツがサービス業の規制緩和、インフラ投資、高速ブロードバンド接続が可能な社会基盤整備などの改革面で他国に遅れを取っていることを指摘している。

(1) 世論調査が実際の選挙結果と異なる可能性あり。2002、2005、2009、2013年の選挙結果は8月の世論調査と近い結果となった（但しメルケル首相率いるCDU・CSUの得票率が世論調査の43%に対し35.2%にとどまった2005年を除く）。

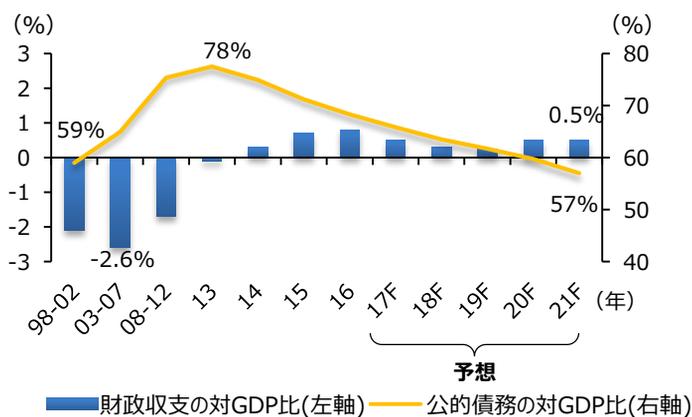
(2) メルケル首相率いるCDU・CSUは2005、2009、2013年に勝利したものの、連邦議会では過半数割れとなった。2009年には保守党のFDPとの連立政権を樹立、2005年および2013年には「大連立」と呼ばれるSPDとの連立を組んでいる。

(3) 欧州委員会の“Country Report Germany 2017, Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances”を参照

トピックス続き：ドイツ連邦議会選挙～政策が変化する余地はあるか？

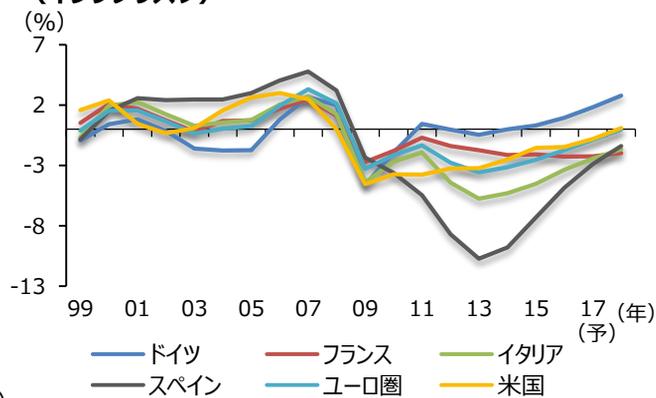
全ての政党は公約で教育向上、交通インフラ整備、経済デジタル化の推進を提唱している。SPDとの連立では、社会保障の拡充、所得再分配、労働規制などの分野に重点を置くと見られる。他方、FDPとの連立政権では、交通インフラ整備などの官民連携を推進するため、一部のサービス業の規制緩和や財政支出の抑制を重視する可能性がある。このように、サービス業の規制緩和や労働市場の柔軟性などに向けた構造改革では、連立相手政党の違いがある程度は生まれると見られる。

図表3：ドイツの財政：債務及び財政収支の対GDP比



出所：欧州委員会、H S B Cグローバル・アセット・マネジメント(フランス) (2017年5月時点)

図表4：ドイツ、その他のユーロ圏、米国の産出量ギャップ(インフレリスク)*



*産出量ギャップは潜在GDPに占める実質と潜在GDPの差
出所：OECD、H S B Cグローバル・アセット・マネジメント(フランス) (2017年4月時点)

欧州統合の進展に向けて

欧州連合 (EU) およびユーロ圏へのドイツの関与は大きく、欧州統合の進展は他の加盟国がどの程度財政規律を維持できるかに左右される。「大連立 (CDU・CSU + SPD)」政権の下では、SPDがEU関連機関の権限強化、制度化された債務再編メカニズム、欧州財務相および経済相ポストの設置、欧州議会の権限拡大などを提唱していくであろう。SPDは、欧州共通の投資政策、所得再分配の効果、ユーロ圏における財政リスク抑制を目的とした財政ルールを柔軟化などを通じた持続可能な経済成長を主な前提としている。

一方、「ジャマイカ連立」政権の下では、CDU・CSUおよびFDPが政策監視の厳格化を伴わない域内の財政移転や債務相互化などの選択肢を拒否する姿勢を示しており、各国の政策に大きな違いがある場合には加盟国の二速経済を容認するスタンスを取っている。FDPは、欧州安定メカニズム (ESM) の債券発行限度額引き下げを提唱している。一方、CDUについては、ESMを欧州通貨基金 (EMF) に転換することで、財政調整プログラムに係る権限を付与し、トロイカ (欧州委員会、国際通貨基金、ECB) の代替とするなどFDPより踏み込んだ政策を提唱している。緑の党はEUを強く支持しているが、「ジャマイカ連立」政権では、現行枠組みにおける欧州の制度的統合深化の推進に難色を示すと見られる。

このように、メルケル首相が4期目続投を決めた場合でも、連立相手となる政党や連立交渉期間により、政策にある程度の違いが生まれることとなろう。

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

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、バリュエーションも魅力的。
ヘルスケア	オーバーウェイト	バリュエーションが割安で、質の高い成長が魅力的。
通信	オーバーウェイト	バリュエーションの割安感、市場変動に対する耐性、合併・吸収(M&A)の可能性から有望視。
素材	オーバーウェイト	バリュエーションは割安。世界的な景気回復が企業のファンダメンタルズを下支え。
自動車	オーバーウェイト	自動車・部品製造への需要が持続しており、新興国経済の回復も同セクターの見直し改善に寄与。
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・タバコ	アンダーウェイト	全体的に割高感あり。インフレ圧力が高まる環境も懸念材料。
公益	アンダーウェイト	バリュエーション、金利上昇局面、規制リスクなどが重しとなるためアンダーウェイト。
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恩恵を受けにくく、僅かにアンダーウェイト。
半導体	アンダーウェイト	これまでの堅調なパフォーマンスを受け、足元で割高感が増す。

* 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9月8日現在)。

欧州債券市場

- ▶ **8月の債券市場**は静かな出だしとなったが、米国の一連の政治ニュースや北朝鮮情勢の緊迫化を受けて社債スプレッドのボラティリティが上昇した。欧州投資適格社債のスプレッドは月間で7ベースポイント拡大し、ハイ・イールド社債は5ベースポイント拡大した。ユーロ高への警戒感の高まりを受けて投資家の買い意欲が後退した(ユーロの対米ドルレートは年初来13.3%上昇し、1ユーロ=1.21米ドルと2年振りの高値を付けた)。質への逃避の動きが強まり、ドイツ10年国債利回りは0.36%と、前月末比0.18%低下した。この結果、社債インデックスの月間騰落率はプラスとなった。一方、周辺国国債のスプレッドに対する上昇圧力が強まり、イタリアとスペインの10年国債の対ドイツ国債スプレッドは20~25ベースポイント拡大した。
- ▶ **今後の見通し** 足元でスプレッドのボラティリティが上昇したが、欧州社債はバリュエーションに割高感がある。経済環境が良好で、大半の発行体は信用力が高いものの、慎重な姿勢を維持する。投資適格社債は引き続き国債利回り上昇に対する感応度が相対的に高く、好材料は既に価格に織り込まれている。
- ▶ 劣後債(発行体が金融機関、事業会社のいずれの場合も)をはじめとする**一部のセクターは依然として割安感**があり、オーバーウェイトとしている。
- ▶ デュレーションリスクを取ると損失を被るため、**デュレーションはベンチマーク対比短め**としている。ドイツ10年国債利回りは引き続き均衡水準(0.9%)を大きく下回っている。今後も国債利回りの動きに応じて戦術的にポジションを調整する。

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。