

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12月28日



欧州におけるより広範な投資対象の捕捉

当レポートの要旨

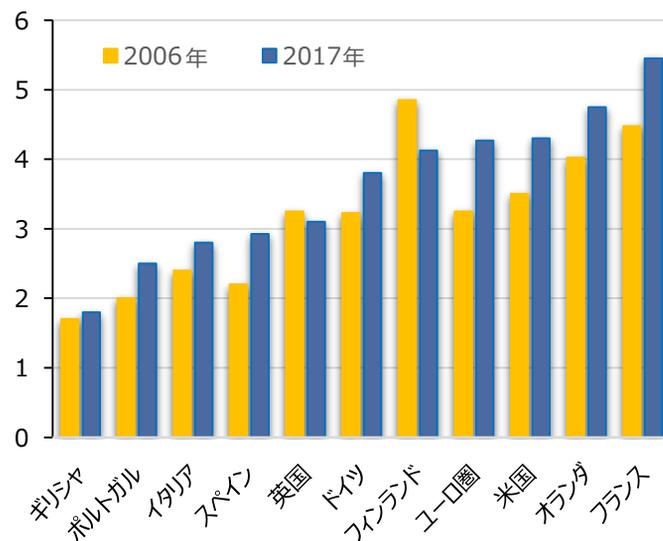
当レポートでは、欧州における無形資産についての認識の高まりを取り上げる。

企業による実物資産すなわち有形資産への投資は、以前から生産プロセスの中核として認識されてきた。経済指標は商品の生産と普及が人々の幸福度を向上させるとの概念の下、実物資産のダイナミクスを捉えるための手段として考えられている。ただ、この概念は今日ITの発展や「知識社会」への移行を背景に拡大しつつある。

欧州連合(EU)国民経済計算推計は2014年に「知的財産生産物」という新たな投資カテゴリーを導入し、研究開発(R&D)、情報化資産(ソフトウェア及びデータベース)、革新的財産(著作権やデザイン)などの項目を採り入れるようになった。

知的財産生産物はユーロ圏GDPの約4%を占めているが(米国においても同様)、域内諸国の差は大きく、ギリシャは1.8%に対しフランスでは5.5%とばらつきがある(図表1参照)。

図表1: GDPに占める知的財産生産物の割合(%)



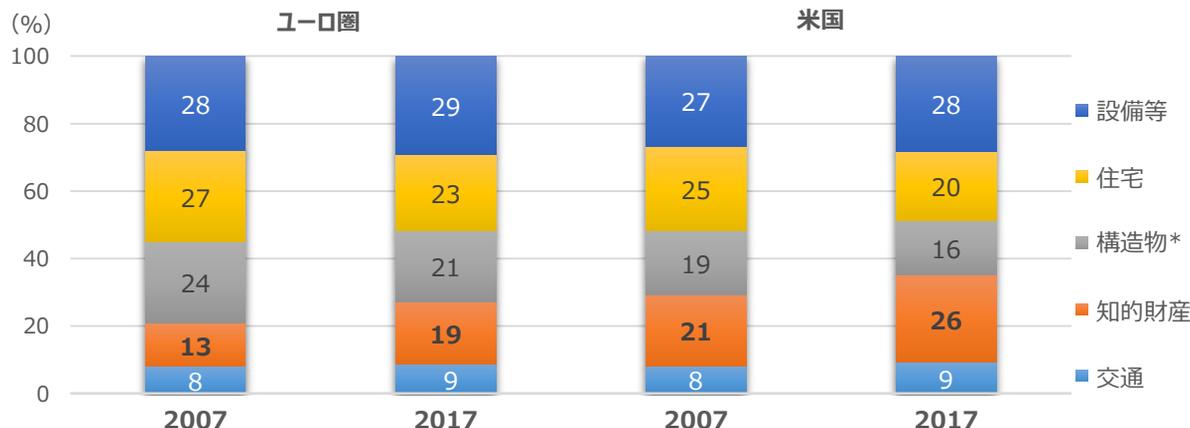
出所: ユーロスタット、データストリーム (2017年12月7日現在)

トピックス①：無形資産を含めたより広範な投資対象の評価

米国と比較したユーロ圏の投資ダイナミクス

金融危機以降、ユーロ圏における民間投資は緩やかに回復しており、2010年以降は年率平均1.8%のペースで成長している。一方、知的財産生産物の回復ペースはこれよりも速く、年率5%の伸びとなっている。ユーロ圏の民間投資に占める知的財産生産物の割合は拡大しており、2007年の13%から2017年には19%占めるようになった（図表2を参照）。米国ではこの割合が一層大きく、2007年に21%であった総投資額に占める割合は現在26%まで拡大している。いずれの地域においても、知的財産生産物への投資は住宅投資や構造物*への投資よりも速いペースで成長している。

図表2: ユーロ圏と米国比較 — 2007年と2017年の民間投資の内訳



*「構造物」とは商業、ヘルスケア、製造業建造物、電力および通信、鉱業探査、採掘シャフト、採掘田における構造物の建設および改修を指す。
出所：ブルームバーグ、HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年12月7日現在）

自己資本における無形資産の認識の高まり

企業レベルでは、知的財産生産物は「無形資産」として分類されている。無形資産の把握は非常に複雑であり、数量化し企業のバランスシートに組入れることも困難である。数々の学術研究が為されているが、無形資産の識別やその評価についての議論は決着がつかない。知識や研修、新製品やデザイン、社内のデータ開発などを如何に評価すべきか、また無形資産の減価償却を如何に定義すべきかについては依然として議論が尽くされていない。有形資産の計上においては、適切な人的スキル、とりわけ順応性やリスクテイクの態勢などがより重要となる。

最近発表された欧州委員会（EC）のレポート⁽¹⁾では、有形資産の1つである情報通信技術（ICT）は、研修や奨励制度により、生産性が高まる点を指摘している。一般に、ハードウェアへの支出は総コストの20%程度を占めるが、残りの部分である新しいスキルの獲得やその奨励制度にかかるコストについては投資として計上されていない。こうした無形資産は、INTAN-インベスト・プロジェクト⁽²⁾において「経済的スキル（economic competences）」として推計されている。無形資産を含めることで、粗付加価値（GVA）はユーロ圏において平均6%、米国においては平均8%増加し、更に単発的な影響として新たに認識された無形資産生産物はGVAの伸びを年率約0.1%押し上げると見られている。

生産性の伸びと事業資産価値：新たな常識となるか？

規模やダイナミクスを勘案すると、無形資産を認識することは経済成長と生産性の伸びにとり不可欠であり、その影響は学術研究や応用政策研究論文においても明らかになっている⁽³⁾。

- (1) 詳細は、欧州委員会（EC）—経済金融総局「無形資産への投資を紐解く（Unlocking investment in intangible assets）」、2017年5月を参照
- (2) INTAN-Invest.netのデータベースは、選定された複数国にまたがるマクロ経済的無形資産についてのオープンアクセスな統一データベース。INNODRIVEやCOINVESTプロジェクト（双方ともFP7 SSHプログラムの資金提供を受けている）の研究を補完するものとなっており、学術プロジェクトパートナーのボランティアによりデータベースの更新されている。
- (3) 「新たな経済」についての研究 Jorgenson and Stiroh (2000)、Oliner and Sichel (2000)、Corrado et al.(2016)、Corrado et al. (2009)、Marrano et al. (2009)、Dal Borgo et al. (2012)、Jona-Lasinio et al. (2011)、Inklaar et al. (2005)によると、米国及びEU諸国における労働生産性の伸びのうち、有形資産よりも無形資産に起因する割合が大きくなっているとしている。

トピックス続き①：無形資産を含めたより広範な投資対象の評価

例えば、フィンランド、デンマーク、英国の経済ダイナミクスは無形資産に大きく依存しており、現行の政府統計では正確に評価されていない可能性がある⁽¹⁾。より広範な無形資産の組入れは、生産の伸びが投下資本に起因するとの考えに影響するため、労働生産性や全要素生産性（生産過程で説明が出来ない部分）を低減させる一方、資本生産性の上昇に繋がることになる。但し、無形資産を全て組入れるには、資産価値、減価償却費、単位労働コスト、価格デフレーターなどによる影響の測定などの課題を克服する必要がある。企業レベルにおいては、企業の市場価値が無形資産により左右されるとの研究もあり、ある報告⁽⁴⁾においては、あらゆる無形資産への投資の公表基準を改善させることでより追加的な付加価値を創出し、投資家の意思決定にも影響を与え得ると結論付けている。

まとめ

「無形資産」を含めたより広範な投資対象の評価を行なうことで、より重要な企業動向を把握することが可能となり、国別、セクター別、企業別の生産性の違いを見ることが出来よう。また、無形資産の把握は、経済政策、事業決定、市場の価格決定にも影響すると見られている。無形資産の捉え方や評価手法については数々の学術研究で依然議論の焦点となっているが、無形資産の生産過程を把握することは「知識社会」への移行の一助となろう。加えて、こうした概念が反映された新たな会計枠組みの創出により、投資家は自身が保有する評価モデルに内在する代替リスクや配分に警鐘を鳴らすことが出来るようになるだろう。

(4) Lev and Gu (2016) 「会計の終焉と投資家とマネージャーにとっての今後の道筋 (The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers)」は企業評価における戦略的な価値を生み出すことができる資源に着目

欧州株式市場：欧州企業業績動向、米国との比較

2018年の欧州と米国の企業収益は似通った成長トレンドをたどると見られている。IBES収益予想では、欧州、米国ともに2017年が+10~12%、2018年は+8~9%となっている。しかしながら、バリュエーションについては差異があり、12ヶ月先予想株価収益率（PER）は欧州が15.5倍であるのに対し米国は19倍である。米国のバリュエーションはテクノロジー関連の割合が高いが、景気循環調整後で見ても欧州のバリュエーションと比べ、依然割高な水準にある。

企業業績を後押しする要因：

1. 欧州の純利益は過去7年間で最速の拡大を続ける一方、米国企業はここ2年間のピーク水準を前後している
2. 2017年の予想GDP成長率は欧州、米国とも同水準（+2.2%）となっているが、2018年については米国が欧州より若干高い（米国：+2.4%、欧州：+2.1%）
3. 製造業景気指数では、ユーロ圏が過去最高を更新（製造業購買担当者指数（PMI）が11月に60.1であった一方、米国では53.9であった）
4. 米国ではバランスシートのギアリングともなる自社株買いが最近の1株当たり利益の伸びに大きく貢献しているが、持続性は乏しい。米国の事業会社の純負債資本倍率（DEレシオ）は、2010年の50%から足元で68%まで上昇した一方、欧州の事業会社は50%前後にとどまっている

2018年の欧州の企業収益は、ユーロが大幅に上昇（10%以上）する場合には米国に劣る可能性もある。2017年には1ユーロ=1.10米ドルから1.18米ドルへと上昇し、第3四半期の売上高がコンセンサス予想を若干下回る結果となった（但し、これはコンセンサス予想を上回る決算数値には影響がなかったと見られる）。

出所：IBES、マークイット、エコノミスト、2017年12月8日現在

欧州株式市場続き

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	銘柄選択の結果、医薬品はアンダーウェイトながら、ヘルスケア全体ではオーバーウェイトに。
銀行	オーバーウェイト	景気回復、バランスシート及び金利水準の改善などが支援材料。
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。
保険	オーバーウェイト	バリュエーションに割安感あり。支払能力の向上と金利上昇を背景にファンダメンタルズの改善が見込まれる。
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の割高感が強い。
食品・飲料・タバコ	アンダーウェイト	全体的に割高感あり。景気変動の影響を受けにくく、利益成長率の上振れは限定的。
公益	アンダーウェイト	バリュエーション、金利上昇、規制リスクなどのマイナス面からアンダーウェイト。
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12月11日現在）。

欧州債券市場：見通し

- ▶ **11月**は国債市場、社債市場、株式市場などあらゆる市場で足場固めの月となった。11月初めの2週間はリスク回避の動きが広がりスプレッドが拡大したが、これは新規発行が重なったことやECB会合後に強気相場が続いたことに対する反動であったと当社では見ている。月末にかけてはスプレッドは緩やかながら縮小し、投資適格債は前月末比でほぼ横ばいで取引を終えた。国債についてはイールドカーブがフラット化し、ドイツ10年国債はほぼ横ばい、5年国債は4ベースポイント上昇し-0.31%で取引を終えた。
- ▶ **今後の見通し** 当社では欧州中核国債は割高であると見ており、引き続きアンダーウェイトを維持する（ドイツ国債利回りの均衡水準は0.9%と見る）。利上げをするか否かは問題ではなく、いつ、どの程度のペースで行われるかが注目される。緩やか且つ十分な準備期間を経た利上げとなれば市場全体に好ましい環境が続き、より高水準のクーポンに投資したり償還する方向へと進むと見られるが、中央銀行が市場との対話に失敗すればボラティリティの急上昇を招くこととなろう。
- ▶ **欧州社債市場** バリュエーションは割高であるが、経済ファンダメンタルズは堅調でクレジットメトリクスには悪化が見られず（依然格下げよりも格上げが多い）、且つデフォルト率は低位安定的に推移しており、ユーロ建社債に対する需要は依然として強い。11月は新規発行の増加に伴いスプレッドが短期間に拡大し、その後緩やかに縮小した。これは来年初に起こり得るシナリオの一例であったと見ている。2018年初は短期的にスプレッドが拡大する可能性が低く、良いスタートを切ることとなろう。但し、金利の正常化やインフレ圧力の高まりがスプレッド調整を引き起こす可能性は残るため、引き続き動向を注視すべきであろう。

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。