

Europe Insights

欧州市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社
2018年5月30日



ユーロ圏の財政収支の注目ポイント

当レポートの要旨

当レポートでは、ユーロ圏の財政収支について取り上げる。

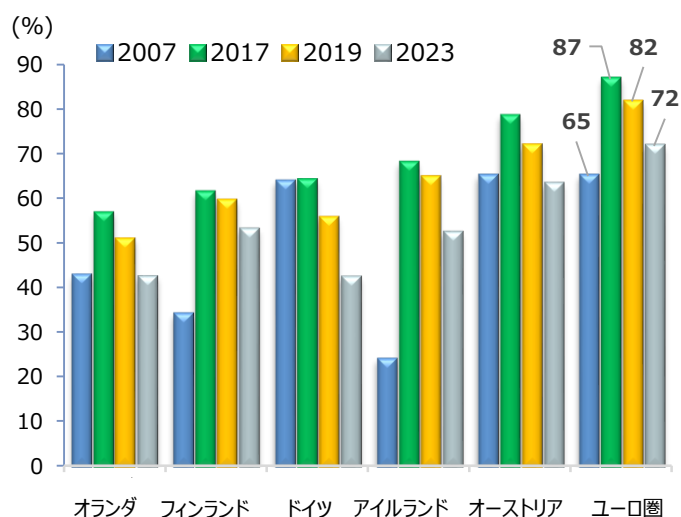
2017年のユーロ圏の財政赤字は対GDP比で0.9%に縮小し（2016年は同1.5%）、2007年以降で最も改善した。

政府債務の対GDP比は、2.4ポイント低下し86.7%と、最高水準であった2014年の91.9%から3年連続の低下となった。

2017年は、オランダ、フィンランド、ドイツ、アイルランド、オーストリアの実績がユーロ圏平均と比べてより健全であった（図表1参照）。

米国の政府債務の対GDP比が2019年に109%に迫り、その後も増大が続くとIMFが試算していることを鑑みると、ユーロ圏の実績は主要先進国の中で相対的に健全と言える。

図表1: 政府総債務対GDP比（ユーロ圏平均を下回る国）



出所：IMF World Economic Outlook（2018年4月）

トピックス：ユーロ圏の財政収支の注目ポイント

2017年のユーロ圏の財政赤字は対GDP比で0.9%に縮小し（2016年は同1.5%）、2007年以降で最も改善した。政府債務の対GDP比は、2.4ポイント低下し86.7%と、最高水準であった2014年の91.9%から3年連続の低下となった。国別で見ると、2017年は多くの国が当初の見通しよりも好結果となった。ドイツでは、1995年以降で最大の財政黒字を計上し、対GDP比+1.3%（当初の見通しは+0.9%）を記録したほか、フィンランド、フランス、ベルギー、オランダ、ギリシャ、キプロスでも当初の見通しより改善した。

財政赤字の対GDP比が欧州連合（EU）の基準と同水準または基準超過となったのは、スペイン（対GDP比3.1%）とポルトガル（同3.0%）の2ヶ国のみであった。なお、ポルトガルは、銀行の資本増強コスト（Caixa Geral de Depósitos、GDPの2%相当）によるものであった。スペインの財政赤字は、2016年の4.5%に比べれば大幅に縮小している。また、イタリアについては、銀行の資本増強コスト（GDPの0.3%相当）を主因に、対GDP比で2.3%の財政赤字を計上した。

今後の動向

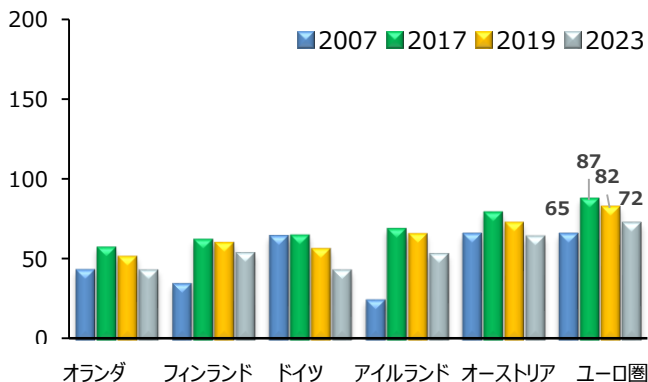
政府債務（対GDP比）の見通しにおいて、主な要因となるのは、(1)プライマリー・バランス（利払いを除いたベース）、(2)債務水準、(3)金利の平均水準、(4)名目GDP成長率、である。GDP成長率が借入コスト（すなわち国債の平均金利）を上回っている限り、債務構造は改善する。堅調な名目成長率と低水準の借入コストを背景に、政府債務の対GDP比は今後数年で低下すると思われる。しかし、ユーロ圏の経済活動が循環的であり、GDP成長率は2017年にピークを過ぎたと思われる一方、欧州中央銀行（ECB）は緩やかな金融政策の正常化を進めていることから、堅調な成長率と低水準の借入コストのみに依拠した政府債務の削減は不確実性が高いと見られる。2018年から2019年にかけては、ユーロ圏の平均名目GDP成長率が3.5%に迫り、金利も低水準にとどまると予想される。しかし、2020年以降は、最近の財政の好転が財政規律の維持にも依拠しているという事実を投資家は受け入れる必要に迫られよう。

財政規律の精査

欧州セメスター（European Semester）に設けられた予算監督により、制度的な枠組みは大きく改善している。また、国家予算の提示により、特定リスクや構造改革の進展を考慮した柔軟な中期目標の策定が可能となっている。2018年4月のIMFの予想は、ユーロ圏の財政見通しにおいて潜在的なリスクを見つけるのに一助となろう。ユーロ圏の主要国の中で、オランダ、フィンランド、ドイツ、アイルランド、オーストリアの2017年の実績は、ユーロ圏平均と比べてより健全であった（図表2a参照）。オランダの政府債務の対GDP比は2017年に既に60%を下回っており、また、ドイツとフィンランドでも2019年までに60%の基準を達成すると思われる。他方、政府債務の対GDP比が100%付近または100%超のフランス、スペイン、イタリア、ベルギーでは、債務水準の削減は極めて緩やかなペースで進むと予想される。ポルトガルとキプロスは、低い借入コストの恩恵を受けることができ、2019年までに、より大幅な債務削減に繋がろう。しかし、ドイツを除く大部分の国では、政府債務の対GDP比が金融危機以降一定の改善はあったものの、2007年を上回る高水準で推移が継続すると予想される。それでもなお、ユーロ圏の実績は、主要先進国の中で相対的に健全であると言える。IMFの推定によると、米国における政府債務の対GDP比は2019年に109%に迫り、その後も上昇を続けると見込まれる。EUの「安定及び収れんプログラム」は、財政シナリオの分析とともに、明確な枠組みを提供しており、財政の議論、国の比較、政治圧力という面で貢献している。次のステップは、6月の欧州委員会での各国家予算の評価と勧告となろう。

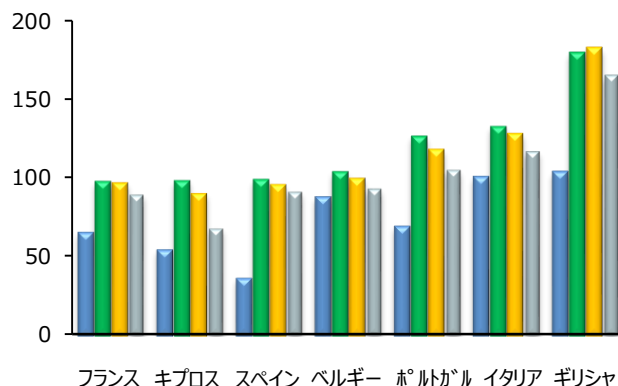
政府総債務の対GDP比（ユーロ圏各国）

図表2a：ユーロ圏平均を下回る国



出所：IMF世界経済見通し（2018年4月）

図表2b：ユーロ圏平均を上回る国



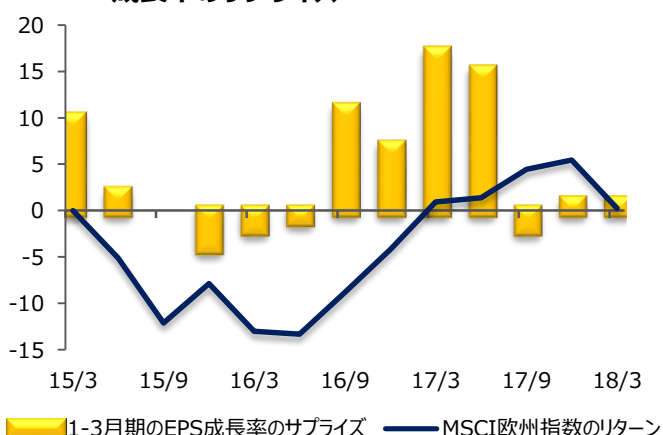
欧州株式市場：1-3月期の業績レビュー

1-3月期の企業の決算発表は、これまでのところ、時価総額ベースで全体の40%程度にとどまっているが、現時点で1-3月期の欧州株式のEPS成長率は前年比0%となっている。コンセンサス予想は前年比-1%であったことから、この鈍化はサプライズではない。1-3月期の業績は依然として市場予想を上回っているものの、2016年や2017年と比べると、そのマージンは大幅に縮小している。なお、一般に、EPS成長率のポジティブ・サプライズは、好調な市場リターンと相関がある（図表3参照）。

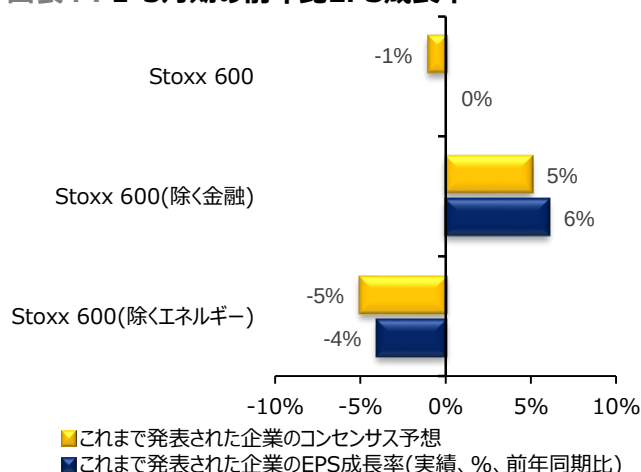
2018年のEPS成長率全体のボトムアップ・コンセンサス（IBES）は現時点で7.6%であり、1月時点の10%からは低下している。伸び率の軌道はユーロの貿易加重指数の水準に強く依存しており、ユーロの10%上昇はEPSの5%低下に相当する。2017年年初以降、ユーロが15%上昇していることが、これがEPS成長率の障害となっている。但し、最近のユーロは、1ユーロ=1.25米ドルから1.20米ドルに下落しており、これが1.20米ドル以下で安定した場合には、2018年のEPS成長率は8%以上で安定する可能性がある。

金融を除いた場合、EPS成長率は+6%になると思われる。1-3月期のEPS成長率に特に大きくプラスに寄与したのは、エネルギー、テクノロジー、生活必需品であった。生活必需品は食品小売に主導される形で最大のアップサイドを示し、電気通信とヘルスケアがこれに続いた。一般消費財（自動車、耐久消費財）と資本財については、これまでのところ市場予想を下回っている。

図表3：四半期のMSCI欧州指数のリターンとEPS成長率のサプライズ



図表4：1-3月期の前年比EPS成長率



出所：ブルームバーグ、IBES、ドイチェ・バンク・インベストメント・リサーチ（2018年5月2日）

業種別ポジショニング

業種	ウェイト*	理由
通信	オーバーウェイト	価格調整局面を経て、特に投資妙味が増した銘柄を選好。
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。
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に。
運輸	オーバーウェイト	バリュエーションと配当プロファイルが魅力的な銘柄を選好。
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。
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。
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。
公益	アンダーウェイト	企業ファンダメンタルズが堅調な企業が少ないと判断。

* ウェイトについては、MSCIヨーロッパ指数に対する直近のHSBCグローバル・アセット・マネジメントの主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（2018年5月7日現在）。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

欧州債券市場：見通し

- ▶ 4月の金融市場は反発した。IMFは2018年の欧州GDP成長率予想を2.4%に引き上げた。欧州株式は米国株式を大きくアウトパフォームし、ユーロ・ストックス50は約5%上昇し、3,536ポイントで取引を終えた。4月の10年ドイツ国債利回りは、0.50%から0.58%へと小幅に上昇したが、周辺国の利回りはほぼ横ばいとなった（10年イタリア国債利回りは1.77%前後で推移）。
- ▶ **欧州社債市場**は、このような環境下で小動きとなった。スプレッドが全体的に安定的に推移する中、質の低いクレジットがここ数週間に最も大きな恩恵を受け、ハイ・イールド債は投資適格債を着実にアウトパフォームした。ハイブリッド証券のスプレッドは15ベースポイント縮小し、最高水準のパフォーマンスを記録した。自動車セクターとヘルスケア・セクターのスプレッドは3~5ベースポイント縮小した。最もパフォーマンスが低かったのは、メディア、資本財、化学であり、スプレッドは2~3ベースポイント拡大し、金融劣後債のスプレッドについては10~15ベースポイント縮小した。CDSのパフォーマンスは債券に対して中立であり、iTraxx Xoverに係るスプレッドは15ベースポイント縮小した。
- ▶ **今後の見通し** ユーロ圏の先行指標は、景気循環のピークを過ぎて穏やかな成長局面に入ろうとしているものの、依然、堅調かつ高い成長率と企業利益の維持を示唆している。ドラギECB総裁は、ユーロ圏経済の見通しについて引き続き強気に見ている。但し、国債利回りは中長期的に上昇を続ける中、量的緩和（QE）と社債購入プログラム（CSPP）は今年中に終了する可能性が高い。加えて、レバレッジ比率が引き続き高く、米国などで景気鈍化の兆候が見られた場合には、クレジット・スプレッドの拡大が始まる可能性がある。当面、クレジットについて当社は安定的な見方を維持し、依然として短期的に十分なパフォーマンスを上げると考えるが、発行体の厳選に注力する必要があると考える。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。



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/日本証券業協会



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。