

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4日



欧州の自動車セクターで進むEV化

当レポートの要旨

当レポートでは、欧州の自動車セクターの動向について取り上げる。

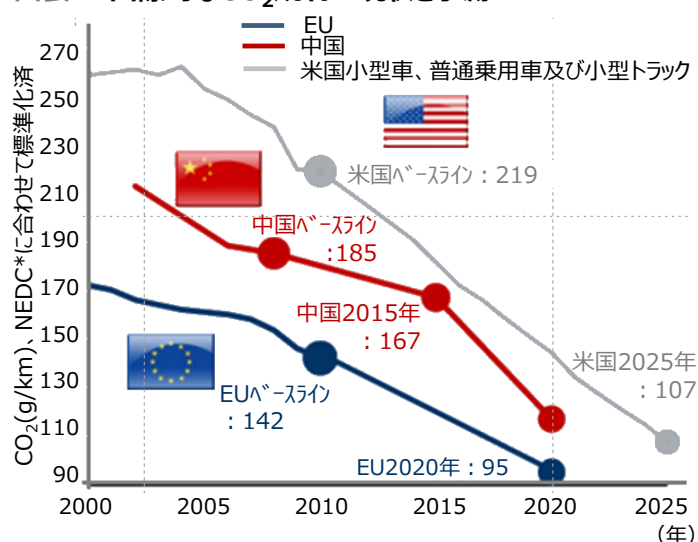
自動車セクターは今日、業界のダイナミクスと消費者の利便性を変えるテクノロジーの転換に直面している。現在、自動車の利用状況は一般的に非効率的であり、使用されていない時間は平均93%に上る。走行中に排出されるCO₂、粒子状物質、Nox⁽¹⁾等の汚染物質は公衆衛生に害を及ぼし、自動車産業は大気質の低下に重大な責任を負っている。2014年の欧州連合（EU）におけるCO₂排出量は自動車は16%を占め、EUは2030年に向けて野心的なCO₂削減目標を掲げている。

世界各地の規制当局は、汚染物質の排出抑制に向けて電動パワートレイン（駆動装置）技術の導入を推進しており、自動運転やIT技術の発展は将来の消費行動を激変させることとなる。電気自動車（EV）は、自動運転技術、カーシェアリング及びモビリティサービスと組み合わせ、幅広く革新的な用途を将来切り開いていくものと見込まれる。

(1) NOxとは、大気汚染と関連性が深い窒素酸化物（すなわち、一酸化窒素（NO）及び二酸化窒素（NO₂））の総称。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

図表1: 国際的なCO₂規制：現状と予測



*新欧州ドライビングサイクル（NEDC）は、自動車エンジンの排気量及び乗用車（軽トラックや商用車を除く）の燃費を評価することを目的とした走行サイクル。

出所：国際クリーン交通委員会(ICCT) 2017 Global update(2017年6月)、HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）

トピックス①：欧州の自動車セクターで進むEV化

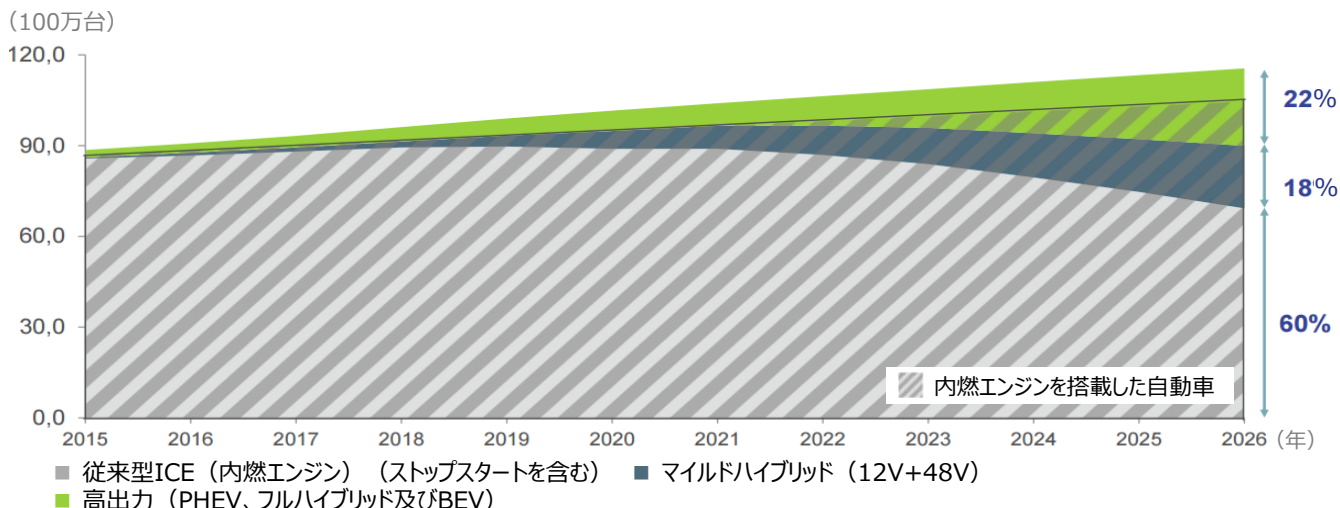
欧州当局は2025年までに自動車のEV化を義務付け

2017年11月8日、EUの規制機関である欧州委員会（EC）は、新車の乗用車と商用車（トラックなど含む）のCO₂排出削減目標を2030年までに2021年比で30%にするとともに、低公害車（CO₂排出量が50g/km未満）や無公害車には普及促進に向けたインセンティブが組み込まれた案を提案した。自動車メーカーは内燃エンジン（ICE）の効率を大幅に向上させてきたが、自動車の重量化に伴い、自動車のエンジンパワーに対するニーズ（多目的スポーツ車（SUV）など）とこれに関連する汚染物質の排出量は高まる傾向にある。さらに、フォルクスワーゲンのディーゼル・スキャンダルとその後欧州の各都市で発表された規制により、ディーゼル車の需要が急速に落ち込んだことも、自動車の平均CO₂排出量が増加した要因となっている（ディーゼルICEのCO₂排出量はガスエンジンより少ない）。欧州の全ての自動車メーカーは、ECの目標（現在のところ2025年までに）を達成するために自社の自動車の一部を電動化し、欧州の規制を遵守することが求められている。自動車の電動化は、車体の大きさや用途に応じて以下の4つの形で進展していくと見られる：

- 1. 新型の小型バッテリー式電気自動車（BEV）**（三菱のi ミーブ等）は、短距離走行用の小型バッテリーを搭載した低出力車であり、小型車を中心に欧州の自動車市場におけるシェアを拡大する可能性が高いと予想される
- 2. 「マイルドハイブリッド」ソリューション（HEV）**（トヨタのプリウス等）は、出力の低い電気モーター（12~48Vのバッテリーパック）を使用して、既存のICEソリューションを補助するタイプ（ICEが依然として自動車の主要エンジン）。このソリューションでは、自動車メーカーは、限られた様式変更により現行の排出量を大幅に削減することが可能となる
- 3. プラグインハイブリッド電気自動車（PHEV）**（ボルボのXC60 PHEV等）は、高電圧の電気エンジンを主動力源として使用し、電力エンジンのトルクの向上や自動車用バッテリーの再充電のために使用可能な補助的なICEを装備して、航続距離を伸ばす
- 4. 高出力のバッテリー式電気自動車（BEV）**（テスラSシリーズ等）は、純粋なBEV型であり、バッテリー容量の大きさ（平均400kg超）を武器に高水準の航続距離（300km超）を実現

保守的に見積もった場合でも、2026年までに全世界の新車の60%超⁽¹⁾が依然として純粋な内燃エンジンのICEと推定される（但し、欧州の新車販売における純粋なICEのシェアは20%⁽²⁾に抑えられる可能性が高い）（図表2参照）。しかし、多くの自動車メーカーは、2030年までにBEV市場のシェアが50%に迫ると予想している。長期的には**燃料電池技術（FCEV）**の重要性が高まると予想されるが、短期的には現在の技術的な障壁が大量生産に制限を課している。

図表2：基本シナリオ



(1)ヴァレオCMD (2017年3月)、(2)シエラーCMD (2017年7月)

出所：ヴァレオ (2017年3月)、HSBCグローバル・アセット・マネジメント (フランス)

トピックス続き①：欧州の自動車セクターで進むEV化

自動車業界の情勢は激変する見通し

BEVの駆動エンジンはICEと比べてはるかに単純である。例えば、ICEの駆動エンジンが1,400個を超える部品を必要とするのに対し、BEVの駆動エンジンが必要とする部品は僅か200個⁽³⁾である。純粋なICEからHEVやPHEVへ、そして最終的にBEVへの転換は、自動車メーカーのみならず、サプライチェーンや販売ネットワークに至るまで、自動車業界全体に大規模な変化をもたらすと見られる。

自動車の設計様式の単純化は、自動車製造業界における新規参入障壁の引き下げにも繋がろう。テスラのような新規参入者も、既に世界の高級車市場において大きな市場シェアを獲得している。ラインアップの拡充と地域的な特性などに応じ、自動車セグメントは一段と細分化していることから、新規のニッチプレーヤーが現在の標準化された市場でシェアを獲得することが可能となろう。技術的進歩により、ICEの駆動エンジンが欧州のサプライヤー及び自動車メーカーに恩恵をもたらしている（ICE業界で25%⁽⁴⁾の市場シェアを持つ）一方、BEVは新しいテクノロジーが要求され、異なるサプライヤーも市場に参入する可能性がある。バッテリーパックやパワーエレクトロニクスは電気自動車（EV）の最終価格に大きく影響するが、リチウムイオン電池の欧州市場シェアは3%⁽⁵⁾と極めて小さい。また、フリート販売（10台以上の一括販売）の増加は業界の販売チャネルを変化させる可能性もある。BEVはより耐性があり複雑な修理設備が必要であることから、販売から得る収益とメンテナンスに依存してきた販売ネットワークのビジネスモデルは、自動車の集約化に加え、資本集約的且つ修理頻度の低減に適應することが求められよう。加えて、レンタカー会社や自動車一括管理会社などのモビリティサービス・プロバイダーも、自動車メーカーを含む新規プレーヤーが自動運転を搭載するBEVタイプの自動車を所有するような、一段の競争激化に適應していく必要がある。また、電力消費の増加は電力会社には圧力となる可能性がある（但し、消費ピーク時への影響は未だ不透明な部分が多い）。

(3)IEEE、(4)ロランド・ベルガー（2015年）、(5)ブルームバーグ

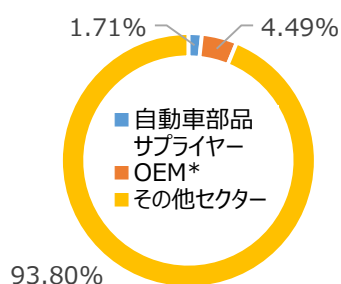
トピックス②：欧州の投資ユニバースへの影響

EV化に弾みをつけるには規制面での制約強化が必要

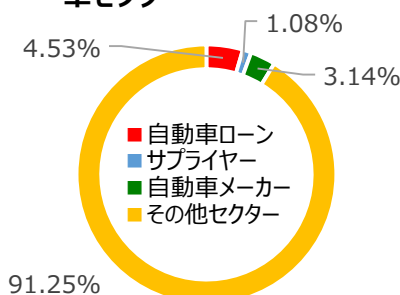
BEVの新規登録台数を大幅に増加させるには、航続距離及びコスト面での改善が必要である。現在のBEVの航続距離は200~400kmであるが、消費者は400kmを下回る航続距離では車を買換えない傾向があることが最近の調査で明らかとなっている。この最低航続距離（400km）の達成にあたり、BEVのコストはICEを引き続き大幅に上回っているが、2025年前後に損益分岐点に到達すると見られる。一方、自動車メーカーはHEVとPHEVを通じて、自社の生産方式とラインアップを適用することが可能となろう。また、BEVの消費を上向かせるためには、高速充電インフラが幅広く配置される必要がある。

ECが課す規制要件は、EUが（気候変動サミットのパリ協定による）CO₂排出削減目標を引き続きリードすると同時に、2016年に欧州総労働人口の5.7%を雇用しEUのGDPの6.8%を生み出した欧州自動車業界の近代化を促すものと思われる（欧州自動車工業会（ACEA）調べ）。BEVはICEと比較して複雑な点がるかに少なく、BEVを巡る国際競争は熾烈である。国際自動車工業連合会（OICA）によると、2016年の中国におけるBEV生産は全世界の43%を占めたが、中国当局は規制環境の優位性を背景にBEV生産の促進を継続している。北米の自動車メーカーであるテスラもまた、高級車セグメントにおける市場シェアを急速に拡大している。

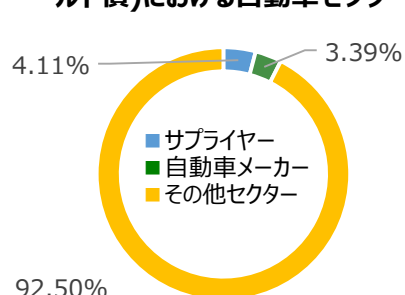
図表3: Eurostoxxにおける自動車セクター



図表4: ユーロ建債券市場(ICE非金融投資適格債)における自動車セクター



図表5: ユーロ建ハイ・イールド債ユニバース(ICEユーロ建ハイ・イールド債)における自動車セクター



*相手先商標製品製造会社（OEM）

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11月現在）

トピックス続き②：欧州の投資ユニバースへの影響

利益率の低下予想で自動車メーカーのバリュエーションは低迷

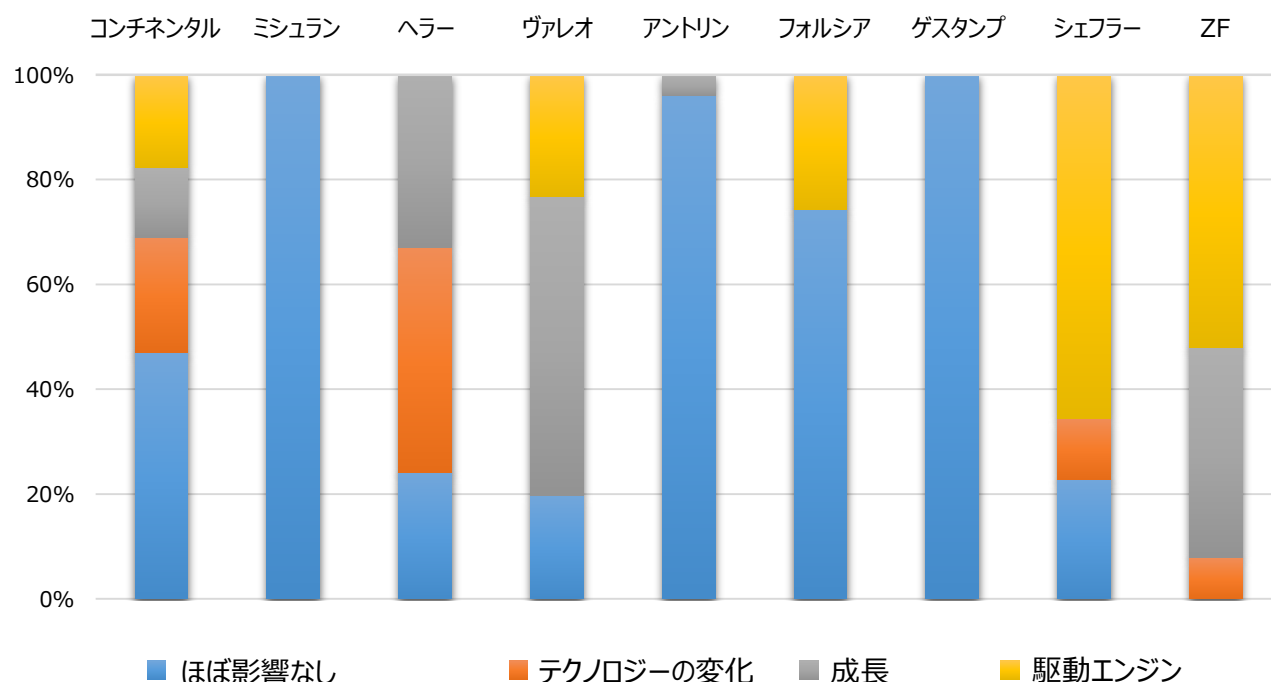
欧州の自動車業界は、参入障壁の低下により、BEVセグメントへの新規参入者（テスラや中国プレーヤー等）に直面しているだけでなく、ECの要件を満たすためにICE技術への投資やEVの技術開発への巨額投資を継続する必要がある。HEV及びPHEVの販売量の不透明感が拭えない中での生産ライン及びラインアップの拡充は、自動車メーカーの利益率に打撃を与える可能性がある。BEV及び自動運転技術の発展は、モビリティサービスにおける機会の源泉であると同時に、自動車メーカーの利益率と市場シェアにとり中期的な脅威でもある。消費者の嗜好や地域的なニーズによる市場の細分化は、規模の経済の縮小に繋がると見込まれる。

一方、欧州の自動車メーカーの強みである大量生産ノウハウ、販売ネットワーク、確立されたブランド力は、過小評価されている：①中国におけるBEV市場の開放が大きな機会をもたらしていること、②欧州の自動車セクターのプレーヤーがバランスシートを大幅に修正したこと、③これらの欧州プレーヤーが将来の技術革新及びサービスに投資する準備をほぼ整えていること、④欧州プレーヤーの一部が激変の恩恵を受けられると見られていることなどが要因として挙げられる（図表6参照）。

欧州自動車部品サプライヤーの市場優位性により、移行期の勝者となる可能性が高い

BEVの駆動エンジンが非常に単純であることを踏まえると、現在外注されている自動車部品（バッテリーパックを除く）は減少することになる。中期的には、純粋なICEは軽量化に加え、厳格化された規制を満たすことが要求されよう。また、ICEの駆動エンジンに特化したサプライヤーは、時代遅れの製品ラインに対する圧力の高まりに直面することから、製品ラインアップの一新に向けた投資が必要であるとともに、ICEの駆動エンジンはHEV及びPHEVとの共存が続くであろう。注目すべきは、大規模な技術革新が、多くの欧州サプライヤーの売上向上と利益率の改善に寄与すると期待されることである。高熱管理品目、ワイヤー・ハーネス及びコネクタ、電力エンジンなどは外注されると見られており、サプライヤーの利益向上に貢献する可能性は高い。今後、自動運転の急速な拡大に伴い、1台当たりのサプライヤー品質の向上が一層要求されることとなる。

図表6：代表的な欧州のサプライヤーのICEに対するエクスポージャー



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）（2016年末現在）

欧州株式市場：強気相場の阻害要因とは？

今年のユーロ圏株式市場は、経済成長の上方修正及び企業利益率の向上が支援材料として機能してきた。欧州中央銀行（ECB）が緩和的な金融政策を維持したことも下支え要因となっている。また、低金利の長期化により、バリュエーションは依然として魅力的な水準にある。しかし、10月末以降は、米国の税制改革への憶測が広がる中、市場では停滞感が広がり始めている。

詳細が明らかになるに連れて、税制改革法案が可決された場合でも期待されてきた景気浮揚効果は限定的であるとの見方が強まっている。理論上の法人税率は20%に引き下げられるものの、一部の企業では、実際の実効税率を既に20%に引き下げていた税務上の抜け穴や州税・市税等の控除を失うものと見られる。

これは、下記のリスクと相まって、市場に動揺を来たす可能性がある：

- 1. 原油価格の大幅な上昇**：ユーロ圏は原油価格の下落から多大な恩恵を受けており、油価の大幅上昇は打撃となる可能性
- 2. 米国の大幅な景気減速**：米国はユーロ圏の企業収益の15%を占めているだけでなく、間接的な悪影響も甚大となる可能性
- 3. 金融緩和策からのシフト**：主要中央銀行の債券購入の終了によりリスクが上昇する可能性
- 4. 政治・地政学リスクに対する市場の反応**：足元では反応が限定的

上記のリスクが限定的となれば、市場は「懸念の壁」を越えることが出来ると当社では見ている。世界経済は、ファンダメンタルズの観点で行き過ぎた過去の下落局面に向かっている訳ではない。株式市場の水準は概ね長期平均と十分に合致している。

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11月14日現在）。

欧州債券市場：見通し

- ▶ **10月の欧州国債市場**では、大手格付会社フィッチが格付けを引き上げたイタリアが最大のけん引役となり、利回りは全般的に低下した。社債市場のパフォーマンスも好調であった。特に劣後債やハイブリッド債等の高ベータの債券への需要が高かった。また、ECBが量的緩和プログラムを少なくとも2018年9月まで9ヶ月間延長し、月次購入目標を300億ユーロに半減させるとの発表は市場で歓迎された。加えて、今回の発表は金利の上昇がかなり先であることを引き続き示唆するものとなった。
- ▶ **今後の見通し** 当社では引き続きデフレーションをベンチマーク対比で短めとする。当社では、欧州中核国の債券は割高であり、緩やかなインフレ圧力の高まり（但し、インフレ率は当面ECBの目標値を下回る水準で推移すると予想）、政策エラー、心理的ショックに対して脆弱になりつつあると見る。ドイツ10年国債利回りの均衡水準は0.9%と見るが、今年末時点では0.6%前後と当社では予想している。
- ▶ **欧州社債市場**では、直近数ヶ月の好調な業績を受けてバリュエーションが割高になっていることから、堅調なGDP成長率、デフォルト率及び格下げリスクが低下する環境においても、同市場について中立の見方を維持する。但し、量的緩和プログラムの延長は少なくとも今年末までボラティリティを抑制し、スプレッドの拡大傾向は限定的となろう。大量の新発債は投資家の人気を集めたが、その大部分は割高であると見ている。加えて、ハイ・イールド債市場では、実効利回りが初めて2%を割り込むなど割高感があるものの、金融機関及び事業会社のハイブリッド劣後債には相対的に投資妙味があると考えられる。

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



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。