

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4月27日



欧州における新たな改革の波－優先政策の決定へ

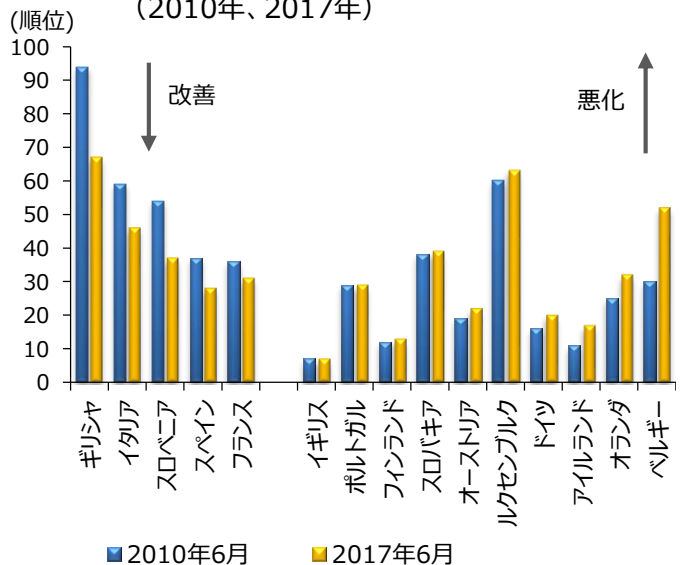
当レポートの要旨

当レポートでは、欧州の構造改革の進捗について取り上げる。

欧州連合(EU)の関係者は以前から構造改革の必要性を強調しており、「ヨーロッパ・セメスター(European Semester、2011年に開始された加盟国間の経済・財政政策及び優先すべき構造改革などの定期評価)」では、構造改革が大きく前進していることが示されている。ビジネス環境はEU周辺国をはじめ着実に改善しているが、世界トップクラスとなるためには更なる改善が求められる(図表1参照)。

EUレベルでは、欧州安定化メカニズム(ESM)に組み込まれているリスク分担の補強メカニズムに加え、銀行同盟がシステム上関連がある銀行に対する監視をフランクフルトの欧州中央銀行(ECB)に集中させるなど、欧州ソブリン危機を契機に重要な構造改革が打ち出された。

図表1: 欧州諸国のビジネス環境ランキング*の変化
(2010年、2017年)



*ビジネス環境のランキングには、事業開始、建設許可の取得、電力の入手、不動産登記、信用の享受、少数株主の保護、納税、取引が含まれる。
出所：世界銀行（2018年4月）

トピックス：欧州における改革、優先政策の決定へ

IMFは、①外部の財政プログラムの存在、②経済危機の発生、③他国からの圧力、④政治制度の質のうち、いずれか1つ以上が該当する場合に構造改革が実施されるケースが多いと調査レポートで指摘している⁽¹⁾。

良好な経済環境下において、改革実施のインセンティブは誘発されるか？

6月28～29日に開催される欧州サミットでは、EU改革の是非に関する方向性をまとめることとなる。改革が支持された場合には手続きが正式に開始され、2019年3月の欧州理事会で結論に至る見通しである。

フランスのマクロン大統領⁽²⁾は、安全保障、移民、開発、気候変動、デジタル産業の発展と規制など重要な政策分野におけるEUの権限強化を提案している。この提案は、ユーロ圏の共通予算（欧州委員会の副委員長と欧州安定メカニズム理事会の議長を兼任するEU財務相が監督）の創設をはじめとした新たな統治枠組みを欧州にもたらすこととなろう。これは、意思決定を合理化し、欧州委員会の規模を縮小し（委員数を現在の28名から15名に削減）、国境を越えた比例代表制を通じて欧州議会の民主的プロセスを改善することを目的としている。

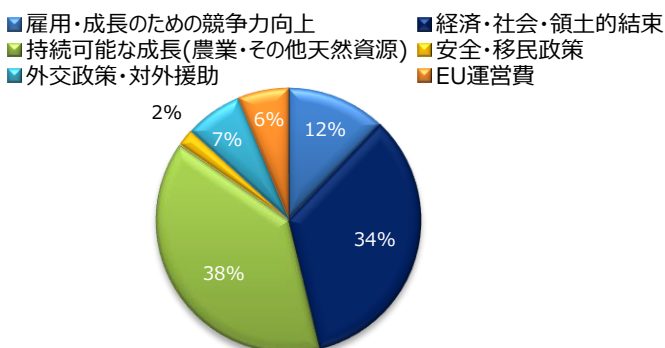
これに反対の立場を表明するドイツと北部諸国（オランダ、フィンランド、アイルランド、エストニア、ラトビア、リトアニア、ユーロ非導入国のスウェーデン、デンマーク）は、EU規則との整合性を示す根拠と銀行同盟の完成を要求している⁽³⁾。EU共通予算については、ドイツやオランダなどの純拠出国が条件付き（EU規則にある財政・市場規律や構造改革実施意欲などの基準に則り、EU支援資金の受領と開発プロジェクトをリンクさせること）とすることを強く主張している。EUに懐疑的な姿勢をとるポーランド及びハンガリー政府はEU資金の純受取国であり、条件付きとなれば重大な変更となるが、これは必ずしもEU当局と各国政府との関係を改善するものではない。さらに、条件付きとなれば、EUの方針にあらかじめ合意する必要がある。例えばフランスでは、EUの支援とEU共通の労働基準または課税政策の完全な順守を結び付けることに同意することとなる。

優先政策に関するコンセンサスの形成

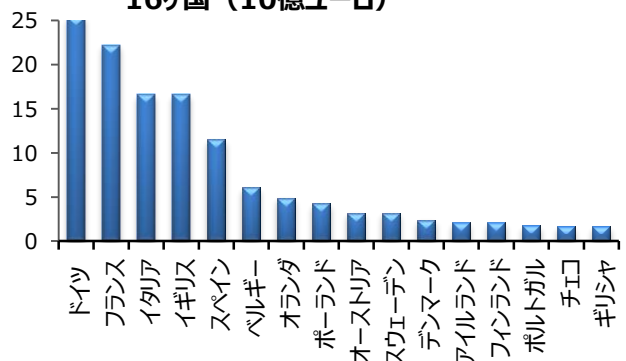
直近のユーロバロメーター調査（毎年行われるEUの世論調査）では、支持政党に関係なく、欧州の全有権者が挙げる2大関心事は、移民とテロリズムであった。この結果は、2011年調査で挙げられた失業と経済成長に比べ、大きな変化である⁽⁴⁾。この調査結果をEUの予算配分で比較してみると（[図表2a参照](#)）、EU予算が結束と社会のための資金（約490億ユーロ、EU予算全体の34%）と持続可能な成長の支援（同38%）に主に充当されていることが分かる。反対に、世論が重大な関心事として挙げる安全と移民政策に充てられた予算は僅か2%にとどまっている。現在、次回予算（2021～2027年）に関する討議が行われているが、金融危機の最中に討議された2014～2020年予算とは異なり、今回は良好な経済環境下で討議されている。

英国のEU離脱（ブレグジット）により拠出金が減るため（年間170億ユーロ、予算全体の13%、[図表2b参照](#)）、移民と安全保障に関するEUの野心的な政策を実行するには、各国の拠出金を増額する必要がある（現在の拠出額はGDPの1.0%程度で、今後は同1.1～1.3%⁽⁵⁾）。現在、EU予算の約80%は、直接的な拠出金で賄われているほか、残りはEU域外からの輸入関税となっている。権限と財源を国レベルからEUレベルに更に移譲するには困難かつ複雑な議論を要すると見られており、来年行われるEU議会選挙（2019年5月23～26日）に先立って緊張感が高まる可能性は大きい。

図表2a：EU28ヶ国の予算：支出の内訳



図表2b：EU28ヶ国の予算：拠出額が多い上位16ヶ国（10億ユーロ）



(1) IMF：先進国と発展途上国における構造改革と経済実績 2008年
(2) 欧州イニシアチブ：結束した民主的主権国家としての欧州
(3) スウェーデン政府：8ヶ国がEUの組織に関する共同声明に署名（2018年）
(4) ユーロバロメーター調査：2011年、2017年11月「現在EUが直面している最も重要な問題を2つ挙げてください」（2つまで回答可能）
(5) 欧州委員会と多年次財政枠組み（2018年2月）
出所：欧州委員会（2018年4月）

欧州株式市場：企業利益の修正に連動した相場

一般に、企業利益の上方または下方修正は、市場のリターンと一致する。言い換えれば、企業利益が上方修正される場合には相場が改善する傾向があり、相場が改善する場合には企業利益が上方修正されている傾向がある。セクター毎のリターンも概ね企業利益の修正と正の相関関係を持つ。

1-3月期の市場動向

1-3月期はMSCI欧州指数が4.3%低下し、2018年の3ヶ月平均利益修正率（ERR）は0.8%低下した（MSCI欧州(除く金融)指数は-1.6%）。企業利益については、MSCI欧州指数全体で若干下方修正されたが、2月と3月は高リスク環境であったため、株価とセクターのリターンは増幅して低下した。一部の景気循環セクターはERRがプラスとなったが（金融、工業、一般消費財・サービス）、1-3月期のシクリカル要因、信用スプレッドと金利に対する高い感応度が原因でリターンはマイナスとなった。

1-3月期は、MSCI欧州指数（[図表3参照](#)）のうち、パフォーマンスが良かった上位5セクター中4セクターが平均を上回るERRとなった一方、軟調なパフォーマンスを記録した下位5セクターではすべてが平均を下回るERRであった。不動産セクターは、リターンとERRの双方で中央値となった。ITセクターはこうしたトレンドとは逆に好調なリターン（2番目に高いパフォーマンス）となったものの、ERRは大きくマイナスとなった（9番目）。これは、半導体のリターンが底堅い（+2%）のものであった一方、ERRが大きくマイナス寄与（-24%）したためである。半導体は四半期毎の利益変動幅が軒並み大きいためであろう。金融セクターでは、銀行のERRが若干マイナス（-1.8%）となったが、保険会社のERRはプラス（+8.2%）となり、金融セクター全体のパフォーマンスにプラス寄与した。

市場が転換点に達するとの観測（米国、英国、ユーロ圏は引き締め傾向、ユーロ圏の成長率の若干の鈍化、世界的な貿易摩擦懸念）から、リスク回避姿勢が強まった。このような環境下、ディフェンシブセクターはERRが大きくマイナスとなり、パフォーマンスは底堅さを欠いた（ヘルスケア-5.1%、生活必需品-6.1%）。

図表3：過去3ヶ月の2018年利益予想の変化率（%）（2017年12月29日～2018年3月30日）

セクター上位			セクター下位			平均		
	リターン 3ヶ月	ERR (%) [*] 2018		リターン 3ヶ月	ERR (%) [*] 2018	リターン 3ヶ月	ERR (%) [*] 2018	
公益事業	-2.0	-1.3	エネルギー	-5.7	-4.0	平均	-5.3	-1.9
IT	-2.8	-4.4	ヘルスケア	-6.3	-5.1	中央値	-5.2	-2.1
一般消費財	-3.6	1.8	素材	-6.8	-2.6			
金融	-4.6	3.0	生活必需品	-7.8	-6.1			
工業	-5.0	1.7	通信	-8.6	-2.1			
不動産	-5.2	-2.1						

*モルガン・スタンレー・チャートブック（2018年4月9日） 出所：ファクトセット

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。
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。
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。
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。
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4月9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

- ▶ 1-3期の債券市場は、年初は好調にスタートしたものの、その後、高水準の発行額（3月の発行額は910億ユーロで過去2番目の高水準）と貿易摩擦懸念を契機としたボラティリティの高まりを受け、年初来リターンはマイナス圏となった。
- ▶ **欧州社債市場** 3月も欧州クレジットは圧力を受け、大半のセクターはトータル・リターンがゼロ～マイナスとなった。国債の利回りが低下し、クレジットスプレッドが拡大した。高ベータ値銘柄は不振が続き、特に金融セクターの劣後債とハイブリッド社債は軟調となった。期末には、マーケットメーカーがリスクテイクに後ろ向きとなったことから、流動性は乏しさを増した。また新発債についても軟調な展開となった。
- ▶ **金利** 10年ドイツ国債の利回りは15ベースポイント低下し0.50%（年初来の最低水準）となったほか、10年スペイン国債利回りは37ベースポイント低下、10年イタリア国債は22ベースポイント低下した。但し、当社では引き続き国債利回りに僅かながら上昇圧力が働くと見ており、年末時点の10年ドイツ国債利回りは1.00%まで上昇すると予想している。
- ▶ **今後の見通し** 欧州債券市場について慎重な見方を維持し、引き続き発行体の厳選に注力する方針である。金融及び非金融劣後債は足元で不調だが、オーバーウェイトを継続する。これは、量的緩和プログラムの縮小による影響が相対的に小さいためである。株安の第2波は基本的に米国テクノロジーセクターが過大評価されていたことが原因である。この価格調整の影響は限定的であり、欧州クレジットに波及する可能性は低いと考える。需給面では投資適格債など一部で高水準の発行が続くものが見ているが、相場への影響は限定的となろう。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。



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。