

# 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3月1日



## ユーロ圏の貿易状況

### 当レポートの要旨

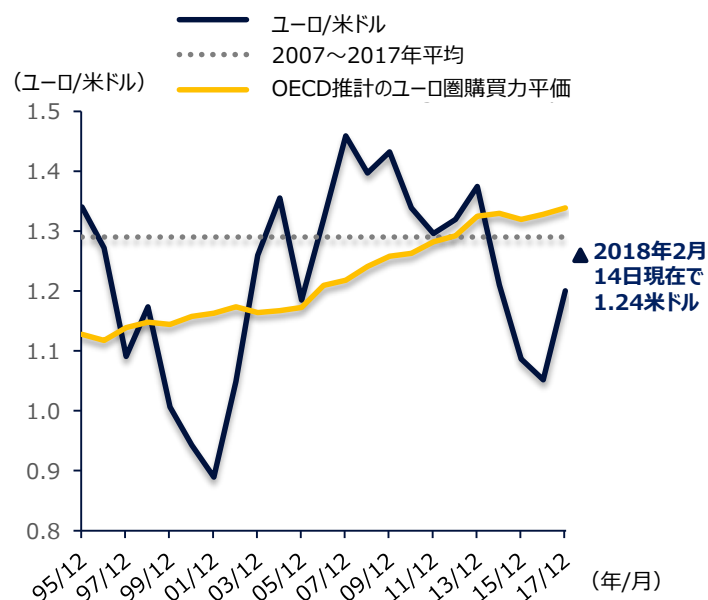
当レポートでは、ユーロ圏の貿易について取り上げる。

ユーロは2017年に対米ドルで14%上昇した後、2018年年初来で更に3%上昇し、1ユーロ = 1.25米ドル近くまで到達した。しかし、この水準は、2007～2017年平均の1ユーロ = 1.29米ドルや経済協力開発機構（OECD）が算出した購買力平価の1.34を依然として下回っている（図表1参照）。

2017年はユーロ高の進行にも拘わらず、ユーロ圏における財の輸出は前年比で約8%拡大した（金額ベース）。

今後は、世界同時的な景気回復が鍵となる。この基調が続けば、2017年のようなユーロ高が進行しても、ユーロ圏の成長モメンタムに及ぼす影響は限定的となる。

図表1: ユーロ/米ドル及びOECD推計の購買力平価



出所：ブルームバーグ、OECD（2017年12月末）

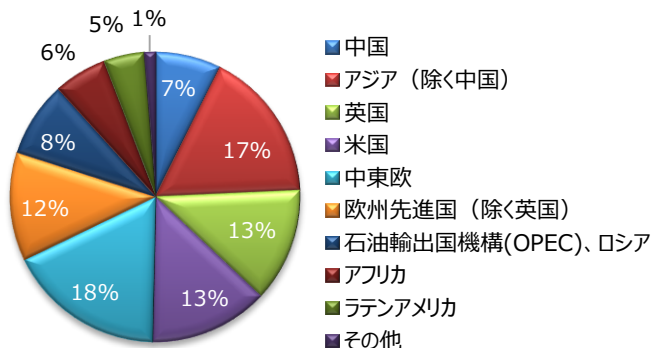
## トピックス：ユーロ圏の貿易状況

### ユーロ圏の貿易は力強く推移

ここ1年でユーロ高が進行したにも拘わらず、2017年のユーロ圏からの財の輸出は、前年比で約8%拡大した（金額ベース）。財の輸出は域内輸出全体の約75%を占め、このうち約47%が中間財、21%が資本財となっている。財の貿易収支は、ドイツ、オランダ、イタリアでの黒字が際立ち、各々対GDP比で14%、12%、3%に上る。

ユーロ圏からの輸出市場は多様性に富み（図表2参照）、アジアや英国市場への輸出の伸びは軟調だが、これは米国と中東欧諸国への輸出の伸びでカバーされている（図表3参照）。

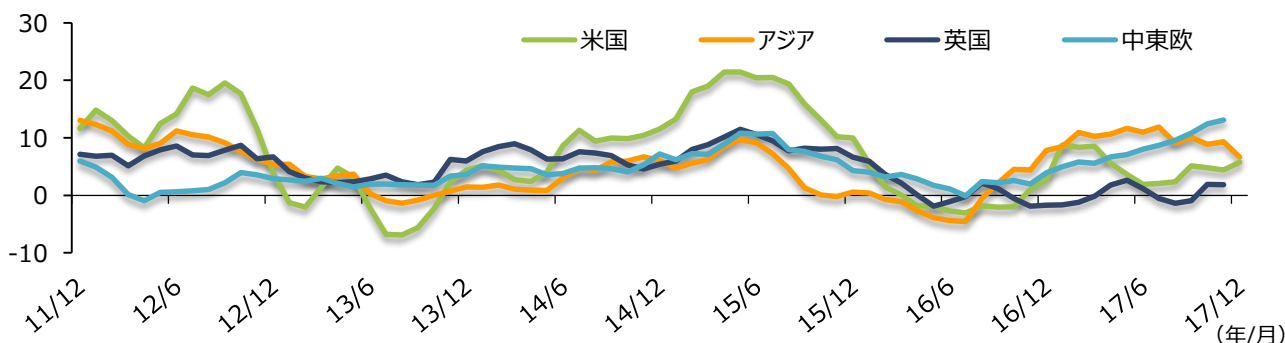
図表2: ユーロ圏の輸出先市場



出所：データストリーム、ユーロスタット（2017年11月）

図表3: ユーロ圏の財の輸出先市場

前年同月比 (%) 3ヶ月移動平均 - 2017年11月までの月次データ



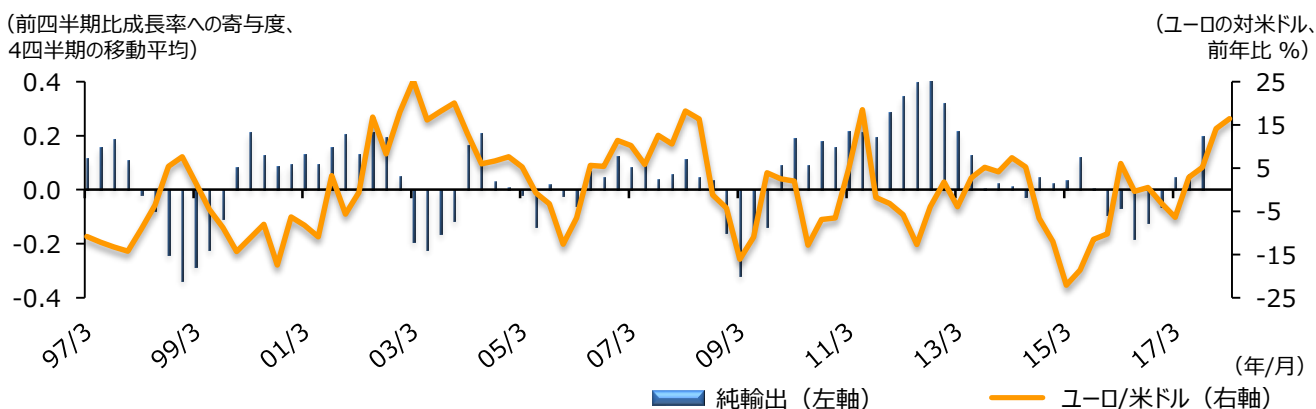
### 世界同時的な景気回復の持続が鍵

2017年はユーロ高が進んだにも拘わらず、ユーロ圏では純輸出がGDP成長率にプラスに寄与した（図表4参照）。好調な国内需要とユーロ高により輸入が拡大したが、輸出はそれを上回った。しかし、今後を見据えた場合、ユーロ圏の国内需要が、他の貿易相手国と比較し堅調さを維持することになれば、おそらく輸入が輸出の勢いを上回り、GDP成長率の足かせとなる可能性がある。

ECBのオルタナティブ感応度分析<sup>(1)</sup>では、2018~2020年の間に、ユーロの対米ドル相場が徐々に上昇し1ユーロ=1.36米ドルに達する場合、ユーロ圏のGDP成長率は0.2~0.6%程度、基本シナリオを下回ると試算している。今後は、世界同時的な景気回復の持続が鍵となろう。この基調が続けば、2017年のようにユーロ高が進行しても、ユーロ圏の成長モメンタムに及ぼす影響は限定的となろう。

図表4: ここ数四半期ユーロは上昇しているが、貿易はGDP成長率にプラス寄与している

(前四半期比成長率への寄与度、4四半期の移動平均)



出所：ユーロスタット、ブルームバーグ（2018年2月）

(1) ユーロシステム・スタッフによるユーロ圏のマクロ経済予測（2017年12月）

## 欧州株式市場：ユーロ高が及ぼすセクターへの影響

インフレリスクを示唆するほど好調な米国の雇用統計を受け、ユーロ圏の株式市場は2月の初めに8.5%下落した。米国市場は、バリュエーションが既に割高な水準に達しており、ネガティブなニュースに対する脆弱性が増している。また、現在の上昇相場は、非常に小さな資金で可能な企業の自社株買いに起因するところが多い。米国10年国債利回りが2.5%から心理的節目である3%へと上昇するに連れて、自社株買いの終わりが近づいているとの懸念が高まった。これにユーロ高が加わり、米国と相関関係が強い欧州市場（2010～2018年の週次データの相関係数は0.82\*）に混乱を招いている。最近、欧州株式が下落する状況下での唯一の安心材料は、バリュエーションと配当利回りが下支えする動きとなっていることであり、この点は米国市場とは異なる。また、米国と欧州では、2017年10-12月期の決算発表が全体的に予想を上回る結果となっている。

ユーロ圏では、2017年に見られたユーロの上昇が2018年1月まで継続したことも株価軟調の背景にある。注視すべきはユーロ高がどのように企業業績に影響を与えるかという点である。一部のセクターは米ドルに追随すると考えられ、米ドル安による損失を被る企業もある（ヘルスケア、消費者サービス、メディア、食品・飲料、家庭用品、テクノロジーなど）。しかし、国内主導セクターではユーロ高がプラスに働く場合もある（銀行、公共事業、運輸、その他金融、不動産など）。

また、たとえ米ドルベースの収益が高水準であっても、通貨の影響が軽微なセクターも存在する。たとえば、欧州の保険グループは通貨リスクをヘッジし、米ドル安によるマイナスの影響を受けにくい体制をとっている。同様に、欧州の自動車や資本財関連企業は、米国市場での売上が多いものの、製造コストの源泉も米国にあるため、自然と通貨ヘッジができています。石油セクターは、ベンチマークとなるブレント原油が米ドルで取引されるため、ユーロ高はマイナスの影響を及ぼすという見方ができるが、産油国はユーロを購入し準備金を振り分ける傾向にあるため、高騰する原油価格は、通常はユーロ高と補完し合うこととなる。

これらは、ユーロ高が均一的にマイナスの影響を及ぼす訳ではないことを示している。実際に、一部では好調さを維持しているセクターもある。

図表5：ユーロ高の影響

プラスに寄与	中立	マイナスに寄与
原料	保険	電気通信サービス
銀行	自動車/自動車部品	食品・生活必需品小売り
不動産	耐久消費財	家庭・個人用品
その他金融	小売り	消費者サービス
運輸	資本財	食品・飲料&たばこ
公益事業	エネルギー	ヘルスケア
		商業・専門サービス
		テクノロジー
		メディア

\* 2018年2月8日現在

出所：ブルームバーグ、Factset、HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）

## 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。
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。
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。
通信	オーバーウェイト	バリュエーションに妙味あり。
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。
医薬品	アンダーウェイト	米国市場の価格動向についての不透明感が重し

\* 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（2018年2月6日現在）。

### 欧州債券市場：見通し

- ▶ **1月**は、欧州中核国の国債利回りが正常化へと向かう中、ドイツでは10年国債利回りが27bps上昇し、当社の今四半期末の予想である0.70%に既に到達した。欧州周辺国債券はアウトパフォームし、スペイン10年国債利回りが14bps低下し1.43%、イタリアでは2.03%と横ばいであった。これは、米国金利及びユーロ圏のマクロ経済指標が予想を上回ったことに起因する。ドイツ5年国債をはじめ、売り優勢となり、イールドカーブはフラット化が見られた。また、ドラギ総裁が「インフレ目標の達成にさらに自信を抱いている」との見解を示したことから、この動きが加速し、2018年9月に資産購入プログラムが終了するリスクが浮上した。
- ▶ 欧州社債市場では若干様子が異なり、クレジット・スプレッドが1月を通して縮小したものの、利回りの上昇を相殺するまでには至らず、トータル・リターンは僅かにマイナスとなった（スプレッドは12bps縮小したが、iboxxのユーロ・クレジット指数でのパフォーマンスは-0.27%）。このような状況下でも、ベータ値が比較的高い債券はアウトパフォームし、トータル・リターンでは唯一プラスとなった（月末は厳しい状況であったものの、主にココ債、その他銀行の劣後債、コーポレート・ハイブリッド証券、保険の劣後債、ハイ・イールド債が該当）。
- ▶ **今後の見通し** 欧州社債市場についての当社の見通しに変更はなく、企業の健全なバランスシートに見られるようにファンダメンタルズは好調であり、また欧州の良好なマクロ経済及び成長率の改善による恩恵も受けている。しかし、低金利やスプレッドの縮小がレバレッジの加速を招きつつあり、合併・吸収（M&A）状況も回復しつつある。金利上昇に十分対応しきれない現在のスプレッド水準では、同資産クラスへのエクスポージャーを控えめに維持し、リターンの源泉として発行体の選択に注力する方針である。



# 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](http://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。