

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6月27日

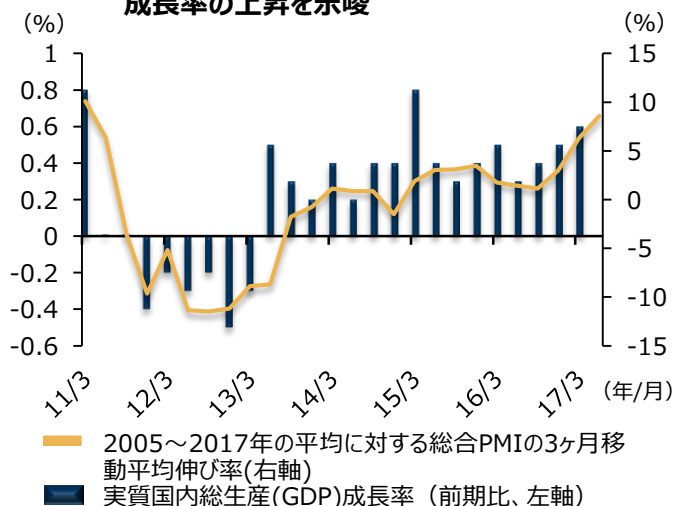


ECB、金融政策の正常化に向け 軸足を僅かにシフト

当レポートの要旨

▶ **トピックス** 当レポートでは、6月に開催された欧州中央銀行（ECB）の定例理事会に焦点を当てる。ECBは6月8日、政策金利をすべて据え置き、資産購入プログラムの月次買入れ額についても600億ユーロに維持。注目すべきは、ECBの政策スタンスに関するトーンの変化である。ドラギ総裁は理事会後、ユーロ圏経済の成長見通しのリスクについて、前回までの「下向き」から「概ね均衡」へと文言を変更。また、直近のユーロ圏の経済成長率は、当局の予想を上回ったとしている。今後は、金融政策の正常化に向けた舵取りを行なう上での判断基準は、コア・インフレ率となる。

図表1：総合製造業購買担当者指数(PMI)の改善は成長率の上昇を示唆



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）
（2017年6月8日現在）

トピックス: ECB、金融政策の正常化に向けて軸足を僅かにシフト

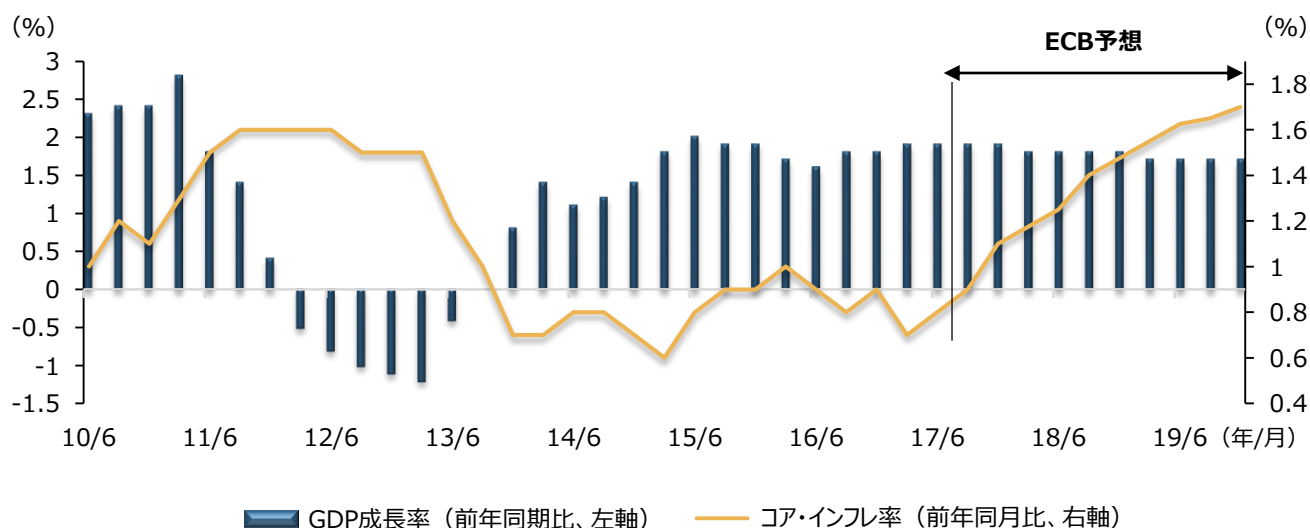
欧州中央銀行（ECB）は6月8日の定例理事会で、主要政策金利を据え置いた（リファイナンス金利は0.00%、限界貸出金利は0.25%、中央銀行預金金利は-0.40%）一方、ユーロ圏の経済成長見通しは引き上げた。

新しいマクロ経済見通し：成長率を上方修正した一方、インフレ率は下方修正

ECBは、ユーロ圏経済が当局の予想以上に回復しているとの見解を示し、GDP成長率見通しを2017年は+1.9%（前回+1.7%）、2018年は+1.8%、2019年は+1.7%へと上方修正した。ECBは見通しを引き上げたが、引き続き（1）緩和的な金融政策（3ヶ月物欧州銀行間取引金利（Euribor）は2017年が0.3%、2018年は-0.2%、2019年は0%）、（2）銀行の貸出状況の改善、（3）労働市場の回復、（4）輸出の伸びなどの動向を注視しており、経済成長シナリオが改善すれば、物価上昇にも繋がることが見込まれる（図表2参照）。

他方、インフレ率については3月時点の予想を下方修正した。ECBが重視する「コア・インフレ率（エネルギー、食料品を除くインフレ率）」は、2017年に+1.1%、2018年に+1.4%、2019年に+1.7%へと緩やかに上昇するとECBは予想。また、コア・インフレの重要な構成要素である賃金の形成には時間を要すると見られている（直近は、生産性の向上が短期的に物価上昇圧力となっているものの、2017年の賃金交渉については既に最近の低インフレが基準に設定されている）。今後、過剰生産能力やグローバルな競争が重しとなり、賃金形成は3月時点の予想よりも長期化すると見られている。加えて、ECBは域内の物価に間接的に影響を与える指標についても見通しを修正した。原油価格の予想は、2019年でバレル55.9米ドルから51.5米ドルへと下方修正した一方、ユーロの対米ドル相場は上方修正した（2019年は2%上昇の1ユーロ=1.09米ドル）。

図表2：ECBは経済成長率に強気の見通しを示し、インフレ率の上振れに繋がる可能性を示唆



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年6月8日現在）

市場参加者は、量的緩和縮小（テーパリング）議論の開始を注視

最近のブルームバーグ調査では、ECBが「量的緩和縮小（テーパリング）」を2018年1月に開始、2018年6～9月に量的緩和を終了した後、2019年以降に利上げを開始すると見られている。ECBが資産購入規模の縮小に関する議論を開始すれば、これはその後の量的緩和（QE）終了を示唆することになり、債券利回りの上昇が予想される。但し、ドラギECB総裁は現時点では債券利回り上昇に繋がる行動を避けるのではないかと当社では見ている。また、ユーロ圏周辺国の貸出状況は、中核国と比較して依然厳しく、貸出しの伸びは低調である。

まとめ

コア・インフレ率は、ECBが金融政策の正常化を判断する上で引き続き重要な指標である。米国のケースを例に取ると、量的緩和の縮小に関する議論を正式に開始するには、向こう数ヶ月のうちにインフレ圧力が具現化している必要がある。（図表3参照）。一方、ECBはユーロ圏の経済成長見通しのリスクについて、前回までの「下向き」から「概ね均衡」へとトーンを変更し、利下げ余地に関する文言を削除した。ECBの理事はインフレ率が目標の2%に到達することについて、より強気な見方を示している。ECBは必要に応じて資産購入額の増額を行う可能性を示しながらも、量的緩和の縮小を徐々に実施するとの見解を維持している（まず量的緩和の縮小を実施し、その後利上げを想定）。

図表3：米国とユーロ圏の金融政策の正常化：ユーロ圏のコア・インフレ率は2013年以降、過去平均を下回る



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年6月8日現在）

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。



欧州株式市場

企業の利益予想の上方修正が株式市場を下支え

企業の利益予想の修正は実際の利益成長率と密接に関係するため、欧州では、利益予想の上方修正が株式市場の主なけん引役となっている。各年度の企業の利益成長率は利益予想の修正トレンドに左右される面が強く、予想の修正は、予想利益成長率を達成できるか否かを測る尺度になるとも言える。

利益予想の上方修正は、利益成長率が市場予想を上回る可能性を示唆する一方、下方修正された場合には市場予想を下回る可能性が高まる。このため、企業利益予想の上方修正トレンドは、投資家にとり買い材料となり、現状のポジションを維持ないし増やす根拠ともなる。

欧州では、足元で利益予想の上方修正が相次いでおり、2017年の欧州株式市場⁽¹⁾の一株当たり利益（EPS）は2016年11月末で99.6ユーロであったのに対し、6月6日現在では105.95ユーロへと上昇した⁽²⁾。なお、下図の通り、利益予想の修正と株式リターンには強い相関関係が見られる（図表4参照）。

- (1) MSCI ヨーロッパ指数
- (2) Factset（2017年6月9日現在）

図表4：利益予想修正率（ERR）の推移：欧州では上方修正が株式市場の上昇を牽引



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年6月6日現在）

当社の見方

当社では今後の利益予想の上方修正サイクルについて、(1) 過去のサイクルでは1年以上続く傾向がある、(2) ユーロ圏をはじめ欧州では経済指標が底堅く改善している、ことからこのモメンタムはしばらく継続すると見ている。

また、5月の総合購買担当者指数（PMI）が過去6年で最高の水準にあり、且つ企業信頼感指数も過去85ヶ月で最も高く、経済環境は全般的に良好である。利益予想の上方修正サイクル（バブルの兆候がない状態）は、ユーロ圏株式市場をオーバーウェイトとする根拠であると当社は考える。

欧州株式市場（続き）

業種別ポジショニング

| 業種 | ウェイト ⁽³⁾ | 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。 |
| 銀行 | オーバーウェイト | 当社ではドイツを除くユーロ圏の商業銀行を選好。最近の金利上昇に加え、銀行規制が緩和されるとの観測が浮上したことが好材料に。自己資本比率も大幅に改善。 |
| 資本財 | オーバーウェイト | 欧州の資本財セクターは、企業収益見通しの上方修正を背景に、他セクターをアウトパフォームしてきたが、成長モメンタムは依然強く、引き続き有望視。 |
| 自動車 | オーバーウェイト | 持続的な需要が自動車・同部品製造会社に追い風。内需志向型企業は、欧州の景気回復がプラスに働く。新興国経済の安定も、同セクターの見通しの改善にプラス寄与。 |
| 通信 | オーバーウェイト | バリュエーションの割安感、市場変動に対する耐性、合併・吸収の可能性などからオーバーウェイトに引き上げ。 |
| 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をアンダーウェイト。 |
| 家庭用品&パーソナル・ケア製品 | アンダーウェイト | バリュエーションの観点からアンダーウェイト。インフレ圧力が高まる環境下では、バリュエーションが全体的に割高と判断。 |
| 各種金融 | アンダーウェイト | 銀行セクターはオーバーウェイトだが、各種金融には弱気スタンス。 |
| ヘルスケア | アンダーウェイト | 米政権による圧力で、米国の医薬品価格は影響を受けやすいことからアンダーウェイト。 |
| 半導体 | アンダーウェイト | これまでのパフォーマンスが堅調であったことから、足元で割高感が強いと判断。 |

(3) 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5月末現在）。

欧州債券市場

- ▶ **5月の欧州国債市場**は、最終週に弱含んだが、10年物国債利回りは前月末比で全般的に低下した。イタリアは一時的に安堵感が広がる局面があったものの、その後、総選挙の前倒し観測や超長期新発債の発行の可能性などが浮上、またスペインでは、バンコ・ポピュラー・エスパニョールの資本増強の必要性が高まり、これを契機とした先行き不透明感が懸念材料となり、イタリア、スペインともにスプレッド拡大圧力が強まった。
- ▶ **デュレーション**は、経済成長の増勢が強まり、インフレ率が緩やかに上昇すると見られることから、当社では引き続きデュレーションをベンチマーク対比で短めに維持する。ドイツ10年物国債利回りは、依然として均衡水準（0.90%）からかい離している。ドイツ10年物国債利回りは年初来0.20～0.50%のレンジ内で推移しており、引き続き戦略的にポジション調整を図る方針。
- ▶ **社債市場**については、低水準のデフォルト率や良好な欧州企業の財務状況などの経済ファンダメンタルズが堅調である一方、バリュエーションは割高。当社のユーロ圏債券ファンドでは、ハイ・イールド債及び投資適格社債の一部の利益を確定した。現在の経済、政治、物価上昇モメンタムは社債市場の支援材料だが、リスクプレミアムはやや後退。但し、当社では金融機関が発行体の債券及び劣後債に引き続き投資妙味があると見る。

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



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。