

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1月25日



ユーロ圏経済の成長モメンタムは2018年も継続

当レポートの要旨

当レポートでは、ユーロ圏の経済環境と金融政策について取り上げる。

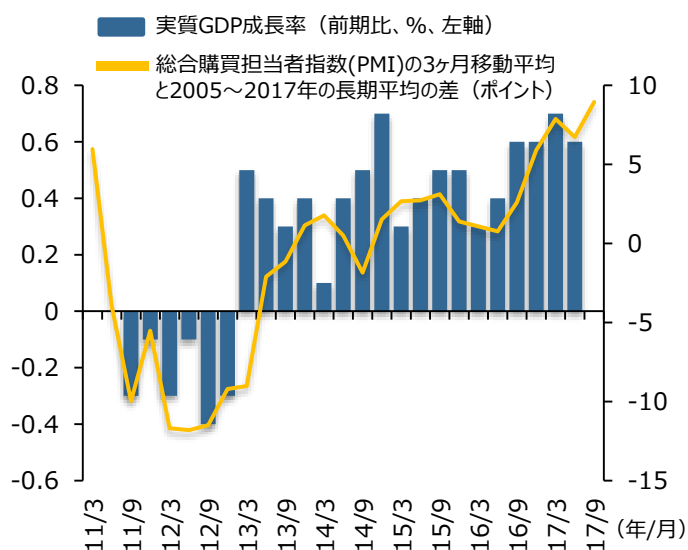
2017年通年のユーロ圏GDP成長率は前年比+2.4%と過去のトレンドを上回る伸びであったと推計されており、これは金融危機直後の反発以来の高水準である。

力強い外部需要、構造改革、中立的な財政政策、5年間に及ぶ緩和的な金融政策の組み合わせが成長を後押しした要因である。2018年のGDP成長率は+1.8～2.6%のレンジで、平均値は+2.1%と予想されている⁽¹⁾。

また、欧州中央銀行（ECB）は、低金利や安定的なユーロ相場（1ユーロ=1.17米ドル）、堅調な個人消費、設備投資、輸出が追い風となり、2018年のGDP成長率は+2.3%と予想している。

⁽¹⁾ブルームバーグ・コンポジット・コンセンサス予想（2018年1月9日現在）

図表1: 最近のユーロ圏総合PMIは力強い成長モメンタムを示唆



出所：ブルームバーグ（2018年1月9日現在）

トピックス：ユーロ圏経済の成長モメンタムは2018年も継続

2017年通年のユーロ圏GDP成長率は前年比+2.4%と過去のトレンドを上回る伸びであったと推計されており、これは金融危機直後の反発以来の高水準である。

力強い外部需要、構造改革、中立的な財政政策、5年間に及ぶ緩和的な金融政策の組み合わせが、成長を後押しした要因である。2018年のGDP成長率は+1.8~2.6%のレンジで、平均値は+2.1%と予想されている⁽¹⁾。

また、欧州中央銀行（ECB）は、低金利や安定的なユーロ相場（1ユーロ=1.17米ドル）、堅調な個人消費、設備投資、輸出が追い風となり、2018年のGDP成長率は+2.3%と予想している。

GDP成長率を低めに予想するアナリストの中には、ユーロ相場の上昇が輸出の重しとなる可能性を指摘している。この点についてECB関係者は、ユーロ相場が2020年にかけて1ユーロ=1.36米ドルまで徐々に上昇する場合（但し基本シナリオではない）、ユーロ圏のGDP成長率は2018年が+2.1%、2019年は+1.3%と緩やかになると推計している。主なリスクは、ユーロ相場上昇の可能性に加え、各国政府が構造改革を実施するか否かであろう。

構造問題：持続的な経済成長への鍵

アナリストの多くは、欧州の構造問題である政府債務（特にイタリア、ポルトガル、フランスが顕著）と銀行セクターの再編（イタリア、スペイン、ポルトガル）が、2018年から2019年にかけての経済成長を抑制する可能性があると予想している。また、財政再建や構造改革への政治コミットメントを巡る不確実性は企業心理の重しとなり、ユーロ圏の生産能力の抑制に繋がる可能性がある。こうした構造的な逆風に加え、相対的に高い労働コスト、増税や歳出増、負担が大きい司法制度なども重しとなり、ユーロ圏の成長率は米国を引き続き下回る公算である。

3月4日に総選挙が予定されるイタリアでは先行き不透明感が漂っている。公的債務が対GDP比で132%に達する一方、2018年のGDP成長率は+1.4%と予想されており⁽¹⁾、債務返済の持続可能性については引き続き不透明である。選挙後の改革や財政再建に対するコミットメントも疑問視されており、現時点でははっきりとした成行きが見えていない。

スペインでは、昨年12月のカタルーニャ州議会選挙で、独立支持派の3党が過半数議席を確保したものの、統一会派の結成には失敗した。独立派勢力の姿勢はやや軟化すると予想されており、いずれ中央政府と折り合いをつける方向に進むと見られている。

ドイツでは、昨年9月の連邦議会選挙以降、連立政権の樹立が難航している（1月21日現在、ドイツ社会民主党（SPD）がメルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）との連立協議入りを正式に決定）。また、改革面では、2017年に大きな成果があったとは言えない。

一方、フィンランドでは、3党連立政権が競争力協定の採択や医療・社会サービスに係る改革などで大きな成果を上げた。同改革では、公共支出の大幅削減が期待されており、その規模は40億ユーロと、対GDP比の約1.8%に上ると試算されている⁽²⁾。

フランスでは、新たに実施された労働市場改革において進展が見られた。この中には労働コストの継続的な削減策も含まれており、成長率を刺激すると期待されている⁽³⁾。

ECBの金融政策を巡る不透明感は後退へ

2018年はECBにとり新たな政策局面となろう。現行の資産購入プログラムは、今年9月に終了すると見られている。ECB理事会は、トレンドを上回るGDP成長率やデフレリスクの払拭という状況下において、金融緩和策への批判の高まりに直面するものと思われる。2020年のインフレ見通しは1.7%と目標水準をやや下回るが、ECBは3月8日の定例理事会を前に、市場へ発信するメッセージの調整に迫られよう。ECBは、インフレ目標（2%）の達成に向けた資産購入プログラム（APP）などとリンクする現行のガイダンスから、より幅広い政策手段の組合せ（全資産ストック、フロー、金利など）についての言及へと変更する可能性がある。

(1) ブルームバーグ・コンソリテッド・コンセンサス予想（2018年1月9日現在）

(2) フィンランド財務省 - 国家改革プログラム（2017年春）レポート

(3) 欧州委員会(EC)「競争力及び雇用のための税額控除と責任連帯協定の評価（2017年12月）」。同レポート内で、「改革を通じて2030年までに38万人の雇用増が見込まれ、GDPが1%拡大するであろう」と分析

ECBの資産購入プログラムの終了は、緩和的な金融政策の唐突な終了ではなく、デフレリスクに対処する緊急措置の解除と市場で受け止められるであろう。また、ECBは現在、信用強化、満期債券償還金の再投資など一連の政策手段を講じて流動性を供給しており、利上げが2019年上半期より前に実施される可能性は極めて低いと見られている。

まとめ

ECBによる資産購入プログラムの年内終了はほぼ確実視されており、市場や政府は緩やかな金利水準の正常化（上昇）に備える必要がある。景気拡大が主要な構造改革（銀行同盟や欧州安定化基金など）の推進を後押しすると予想される一方、ドイツの政権樹立難航やイタリア総選挙などを巡る不確実性は払拭されていない。このため、ユーロ圏では様子見姿勢が当面継続し、企業景況感を抑制する可能性がある。2018年は設備投資、生産力、生産性の向上を背景とした供給側の回復がどの程度実現するか注目されよう。

欧州株式市場：2018年のコンセンサス？

ファンド・マネジャーが集結した1月初旬の会合での調査において、2018年に投資妙味がある株式市場は欧州であるとの結果が示された。米国は2017年初の調査で首位であったものの、今回は4位にとどまった。欧州が選好される理由として、①経済成長の上振れが引き続き期待されること、②各種改革や欧州統合が進展するとの期待が挙げられた。

過去の事例から示唆を得られるとすれば、ファンド・マネジャーの見立ては逆張り投資の参考になるということであろう。実際、2017年年初の調査で選好順位が最低であった中国は、結果的に2017年の年間リターンが最高となった。今年の調査では、2018年の最も大きなサプライズは一層の株式バブルの拡大を約半数のファンドマネジャーが挙げている一方、1年前と比べてリスクポジションを増やしているようである。この矛盾の背景には、投資家が強気相場の最終局面においても相場の流れから取り残されたくないという姿勢を保っていることの表れだろう。

一方、2017年年初の誤った「過剰な慎重姿勢」は再び繰り返される可能性がある。2017年年初に米国の株価指数であるS&P500が向こう1年間で2,700を突破すると回答した割合は僅か4%にとどまったものの、足元では2,775に達している。

2017年初の選好地域	2017年年間リターン (ユーロベース)	2018年初の選好地域
1. 米国	+ 7.1%	1. 欧州
2. 欧州	+10.9%	2. 日本
3. 日本	+9.3%	3. 新興国（除く中国）
4. 新興国（除く中国）	+4%	4. 米国
5. 中国	+35%	5. 中国

出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）、モルガン・スタンレー・リサーチ（2017年1月11日、2018年1月9日）

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。
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。

* 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（2018年1月12日現在）。

欧州債券市場：見通し

- ▶ **2017年**は過熱感も停滞感もないゴルディロックス環境が続いた。予想を上回る成長率、低水準のインフレ率、低金利及び金融緩和策の継続、力強い企業収益などが支援材料となり、債券市場ではリターンが堅調でスプレッドが全般的に縮小した。12月には経済イベントが重なったものの、市場を直撃する影響はなく、債券市場は薄商いでボラティリティも低水準であった。社債市場も概ね横ばいとなる中、投資適格社債はハイ・イールド社債をアウトパフォームした。他方、国債は年末にかけてボラティリティが上昇し、ドイツ10年国債利回りは6ベースポイント上昇し、0.43%で取引を終えた。
- ▶ **今後の見通し** ECBの量的緩和プログラムは今年9月に終了するというのが当社のメインシナリオである。これに伴い、国債市場では金利が上昇し、ドイツ10年国債利回りは今年末に約1%まで上昇しよう。ECBが2019年より前に利上げを実施する可能性は低く、イールドカーブを維持しフラット化を遅らせる程の緩やかなペースでの正常化を模索すると見られる。欧州周辺国では、イタリア総選挙やスペイン・カタルーニャ州の独立運動が一服した後に政治の不透明感が後退すると見られることから、スプレッドはタイト化するであろう。
- ▶ **欧州社債市場** 3月のイタリア総選挙や英国のEU離脱交渉の行方を巡る不透明感から、当社では欧州社債市場について中期的に（2018年上半期）様子見姿勢を維持する。政治の不透明感が大きく後退しているものの、バリュエーションやボラティリティは過去の水準で見てタイトエンドのレンジに達していることなどから、当社では慎重な見方を維持する。価格調整の動きも出始めており、下半期には量的緩和プログラムの効果が一段と低下することから、市場では複雑さが増すこととなろう。また、経済面では、僅かながら成長モメンタムが弱まるシナリオにおいて、インフレ圧力の高まりに伴い中央銀行が過度に反応することが主要リスクであると考えている。好調なマクロ経済ファンダメンタルズがクレジットスプレッドの拡大をある程度抑制すると見られるが、スプレッドは年末にかけて緩やかに拡大し、実質利回りもある時点で正常化に向かうと当社では見ている。また、今年企業固有のリスクが懸念材料となる可能性があり、発行体の厳選が引き続き重要であると考えている。

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。