

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29日



イタリア政局、ユーロ圏結束の試金石に

当レポートの要旨

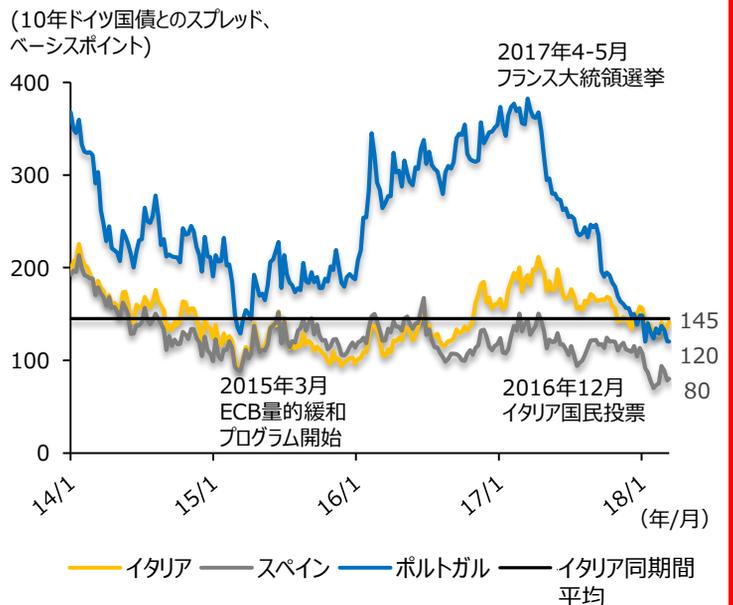
当レポートでは、イタリアの政治経済動向について取り上げる。

イタリアでは3月4日の総選挙においてポピュリズム政党が議席を伸ばした。連立政権の樹立に向けた協議には時間がかかる見通しだが、イタリア債券市場はこの選挙結果に対して反応薄であった。

一方で、イタリア債券市場は2017年春のフランス選挙以来、スペインやポルトガルなど南欧の債券市場を大幅にアンダーパフォームしている。この背景には、イタリアの景気サイクルが他国と比較して弱いことなど複数の要因が挙げられる。

欧州委員会(EC)は5月上旬に、2018年安定化プログラムに従い、イタリアに対し新たな債務削減策を講じるか否かを再評価することになっている。これはイタリアにとり重要な試金石となろう。

図表1: 欧州各国の国債利回りの対ドイツ国債スプレッド

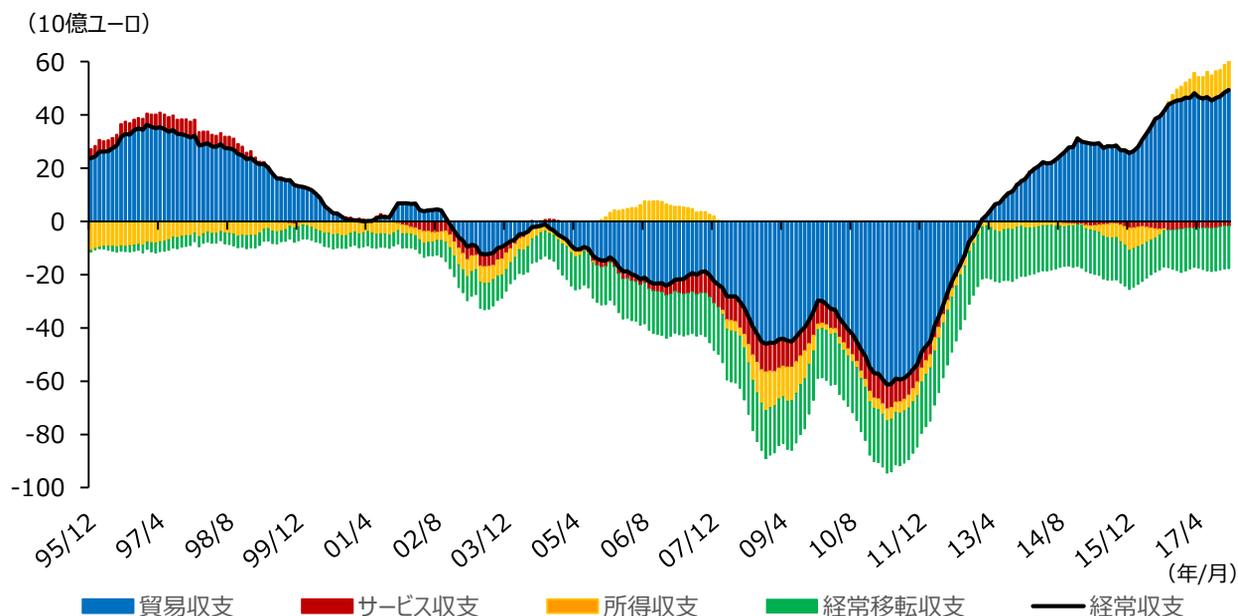


トピックス：イタリア政局、ユーロ圏結束の試金石に

イタリアでは、3月4日に行われた総選挙の結果、予想通りの「ハングパーラメント（宙吊り）」（いずれの政党も過半数を獲得できない）状態となった。ポピュリズム（大衆迎合主義）政党「五つ星運動（M5S）」が最大の得票率（32.6%）⁽¹⁾を獲得し、反EUを掲げる政党「同盟」の得票率（17.4%）も中道右派の「フォルツァ・イタリア」（14%）を上回るなど、市場が懸念していたリスクが現実のものとなった。この選挙結果を受け、連立政権の樹立に向けた協議には時間を要すると見られているが、債券市場はこうした悪材料を価格に反映しておらず、過去のイベントと比べても反応薄であると言えよう（図表1参照）。この理由として以下のように考えられる：

- 1. 欧州諸国による建設的な議論への期待** ドイツでは社会民主党（SPD）の党员投票の結果が3月4日に判明し、メルケル首相陣営との大連立合意が承認されたことで（賛成 66%、反対 34%）、政治の行き詰まりが解消された。新連立政権はフランスとともに、欧州安定化メカニズムを含めた欧州の制度的な課題に関する議論に本腰を入れている⁽²⁾。
- 2. 欧州中央銀行（ECB）の資産購入プログラム** 同プログラムは2018年9月まで継続する見通しで、場合によっては今年末まで続く可能性がある。また、満期を迎えた債券の再投資はかなり長期に亘り続けると予想されている。
- 3. イタリアの景気見通し** イタリアでは経済指標が過去12ヶ月間で著しく改善している。GDPは従来の予想を上回るペースで成長する見通しで（2018年GDP成長率の現在の市場コンセンサスは+1.5%、2019年は+1.3%）⁽³⁾、これは1998年～2017年の成長率（+0.6%）を上回る。2017年の経常黒字は対GDP比で2.8%であったが、好調な財の輸出を背景に、2018年は同2.9%、2019年は同3.1%へと伸びると見られている（図表2参照）。

図表2: イタリアの経常収支（1995年12月～2017年11月）



- 4. イタリアの予想を上回る税収** 景気回復に伴う間接税の増加により、2017年の財政赤字は対GDP比で1.9%まで縮小した（従来予想は同2.1%、2016年の同2.5%から改善）。基礎的財政収支（利子支払を除く）の黒字は対GDP比1.9%に改善した（従来予想は同1.7%、2015～2016年の同1.5%から改善）。このため、財政面では当面、ある程度の余裕ができる可能性が高い。

(1) 3月4日の下院の総選挙の結果 - Eligendo

(2) 欧州安定化メカニズム（ESM）の改組により、おそらく将来の欧州通貨基金には自動的な債務削減メカニズム、銀行による国債の保有制限、ショックに対する財政政策面での調整または少なくとも限定された非景気循環的な歳出に対するユーロ圏レベルでのサポートが備わるだろう。

(3) ブルームバーグ調査（複数の独立した予測調査会社による調査結果の平均）

出所：ファクトセット（2018年3月12日）

トピックス：イタリア政局、ユーロ圏結束の試金石に

- 5. 格付** 大手格付3社は現在のところ、イタリア国債の格付けを変更していない。但し、フィッチ（BBB/安定的）は、今回の選挙結果を受け、安定した政権の樹立が困難になることから、財政がある程度拡大する可能性や構造改革の見通しが後退する可能性を指摘している。また、S&Pグローバル・レーティング（BBB/安定的）は、「予算の健全化が進まない場合、格下げ圧力が強まる」と警告している。
- 6. イタリア債券市場** 市場はこの財政悪化リスクを織り込んでおらず、2012年にモンティ政権が導入した年金改革が覆される可能性も想定していない様である（クレジットにとりネガティブ）。新たな連立政権は各党の共存を保障しつつ、財政方針の課題と改革についてEU当局と建設的な話し合いを行うために、政党間の意見調整を行なう必要性に迫られよう。他方、ポルトガル（2015年10月の選挙）とギリシャ（2015年9月の選挙）で誕生したユーロ圏懐疑主義的な政権が結果的に良い方向に進んでいることは注目すべき点と思われる。スペインでは、2015年12月の総選挙でいずれの政党も過半数を得られず、2016年6月に再選挙が行われたが、複数の政党に票が割れた状況は大きくは変わらなかった。今回のイタリアの選挙では、ドイツやオランダの選挙と同様、ハングパーラメント状態に陥っており、連立協議に長期間を要することとなろう。

こうした支援材料にも拘わらず、イタリア債券市場は2017年春のフランス選挙以来、スペインやポルトガルなどの南欧債券市場をアンダーパフォームしている。これはイタリアの景気循環的な経済成長が他国に比べて弱いことが主たる原因である（ポルトガルは構造的なマイナス要因にも拘わらず2018年予想GDP成長率は2.4%⁽³⁾）。欧州委員会は2018年安定化プログラムに従い、イタリアの新たな債務削減策の必要性の有無を5月上旬に再評価することになっており、これがイタリアにとり重要な試金石となろう⁽⁴⁾。

(4) 欧州委員会（イタリア宛の欧州委員会の書簡には「予想を下回る名目成長率予想、民営化の進捗の遅れ、（中略）及び銀行支援事業（中略）に関連した2018年予測に対するリスク」が強調されている。イタリア政府債務の対GDP比の目標は2018年が130.8%、2019年が128.2%に設定。）

欧州株式市場：イタリア株式市場のパフォーマンス

イタリア株式のパフォーマンスは2010年末以来、他のユーロ圏株式市場を下回っており、MSCI EMU ex Italy指数に37%アンダーパフォームしている。イタリア株式市場は欧州先進国の中で最もバリュエーションが低い割安市場である（ユーロ圏の2018年の株価純資産倍率は1.6倍に対し、イタリアは1.15倍）。

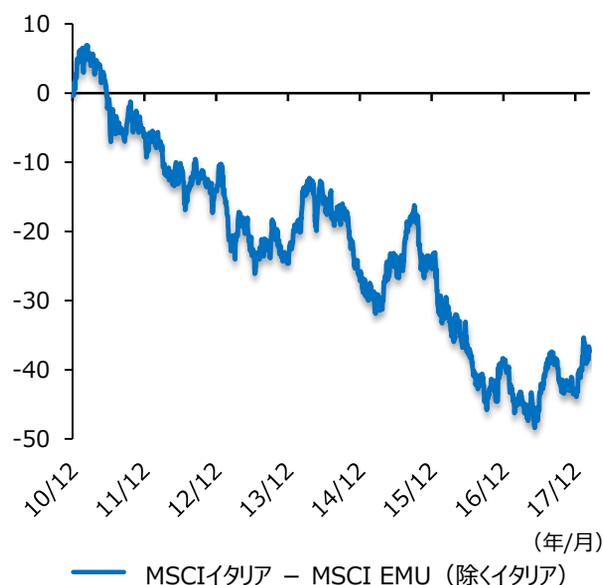
この大きな理由として、銀行危機とエネルギー価格の変動が挙げられる。イタリア株式はユーロ圏の金融及びエネルギーセクターで構成される指数と連動する傾向にある（[図表3及び4参照](#)）。

- 2011～2012年の欧州周辺国の危機で最も影響を受けたのはポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペインであった。
- 2014年後半は、原油価格の大幅下落を受け再びアンダーパフォームし始めたが、原油価格の安定・上昇に伴い、2015年年初には回復に転じた。
- 2015年半ばには、原油価格の下落に伴い株価下落に拍車がかかり、またイタリア国内の銀行が抱える不良債権が大きく取り上げられたことも重しとなった。
- 2017年半ば以降、不良債権問題が落ち着き、再編計画が発表されたことから、イタリア銀行銘柄は値を戻した。また、原油価格の上昇も追い風となり、イタリア株式市場は他のユーロ圏市場にようやく追いつくこととなった。
- 加えて、株式市場は今回の選挙結果の影響を受けておらず、2つのポピュリスト政党が予想外に多くの議席を獲得したものの、イタリア株式市場は4.1%上昇し、ユーロ圏の他市場の2.2%の上昇を上回っている。

全体として、イタリア株式のリスクプレミアムの低下とイタリア国債のスプレッド縮小に対するレバレッジが高く、今後、景気や企業収益の回復に伴う回復余地は大きいと考えられる。

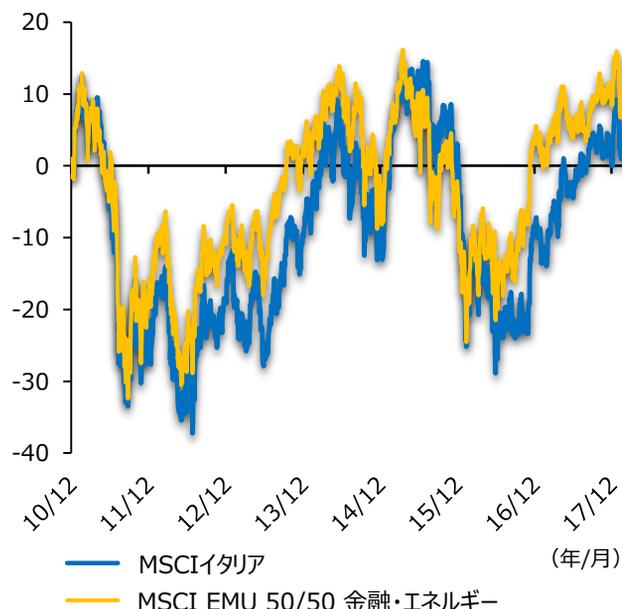
欧州株式市場：イタリア株式市場の重要なドライバーは何か

図表3：イタリアとイタリアを除くユーロ圏



※ユーロ/米ドルの変化と相対的な収益変化間の回帰直線の傾き
出所：ファクトセット（2018年3月12日）

図表4：イタリアとユーロ圏 金融/エネルギー



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	バリュエーションが魅力的。
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3月12日現在）。

欧州債券市場：見通し

- ▶ **2月**は、米国のインフレ懸念と利上げペースの加速懸念を契機にリスク資産が売り優勢の展開となる中、相場は下落し、世界的に市場ボラティリティが高まった。VIX指数はこの3年間低下基調にあり、過去最低水準（10近辺）に達していたが、2月上旬には50まで急上昇した。最も大きな打撃を受けたのは株式市場だが、債券市場も多少の変動があった。ドイツ10年国債の利回りは一時、2015年9月以来で最高水準の0.77%を付けたが、その後は0.66%まで低下した。それまでの数ヶ月間とは対照的な展開となり、高ベータ値銘柄（金融及び非金融劣後債、ハイ・イールド債）がアンダーパフォームした。
- ▶ **欧州社債市場** クレジット・クオリティは引き続き良好で景気も改善していることから、企業の負債返済能力は依然として底堅い。但し、M&Aの活発化やプライベートエクイティファンドへの資金流入を背景に、企業ファンダメンタルズに重しとなる可能性がある。また、スプレッドは割高の領域に近づいている。テクニカル面では、社債購入プログラム（CSPP）の購入ペースが現在の月額約55億ユーロで維持されれば、社債購入額は9月末までに約1,800億ユーロ～2,000億ユーロに達すると見られており、債券市場にとり追い風となろう。但し、CSPPは今年9月末に終了する可能性が高く、米ドルのヘッジコストが上昇する中、外国人投資家が欧州債券に魅力を感じたとしても、限界需要が現在と変わらないという可能性は低い。
- ▶ **今後の見通し** 当社では、欧州債券市場について慎重な見方を維持し、発行体の厳選に引き続き注力する方針である。クレジットのベータ値の平均は中立から若干弱気に変更し、周辺国については資産毎に弱気または中立に見ている。金利見通しに変更はなく、ドイツ10年国債の今年末の予想利回りを1%程度として、金利のデュレーションは短かめとする一方、クレジットのデュレーションは長めを維持し、全体的にバランスをとる方針である。

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。