

KAMIYAMA Reports vol. 86

南欧出張報告：欧州は成長ストーリーへ ～成長するスペイン、転換点を迎えるイタリア



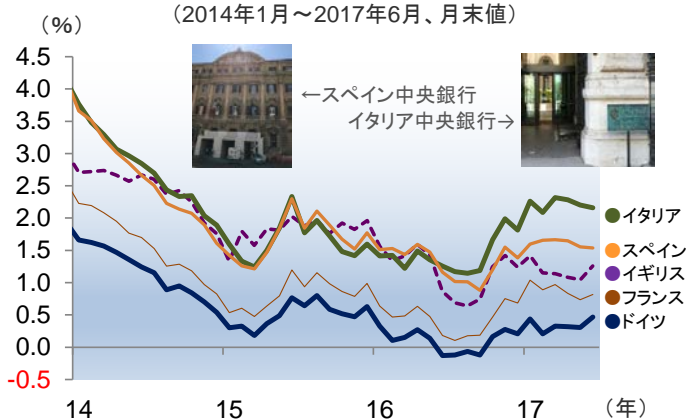
- ・ 変わる欧州：ユーロ導入以来、久々の成長ストーリーへの転換か
- ・ 成長するスペイン、転換点を迎えるイタリアへの投資機会
- ・ フランスの改革から、EU改革への深化

変わる欧州：ユーロ導入以来、久々の成長ストーリーへの転換か

7月10日～14日に欧州を訪れ、金融政策や経済状況、改革への取り組みについて、中央銀行や政府担当者にはアヒングする機会を得た。6月に報告した(Vol. 82 <http://www.nikkoam.com/files/products/column/pdf/kamiyama-reports/2017/kamiyama0613.pdf>)英国、ドイツ、オランダの訪問に続くもので、マクロン大統領が就任し、国内のみならずEU(欧州連合)改革の進展が期待されるフランスと、金融システムなどの改革が進み成長軌道に乗ったスペイン、不良債権処理の進展をきっかけに転換点を迎えるイタリアの、政府の経済政策担当者や金融システム改革に取り組む中央銀行の担当者に出会うことができた。政府や中央銀行の担当者との対話内容を直接伝えることはできないので、以下では、筆者の総合的な感想を記しておくことにする。

欧州主要国の10年国債利回り推移

(2014年1月～2017年6月、月末値)



欧州経済の改善を背景に、欧州市場を代表するドイツ金利が上昇し、通貨ユーロの上昇も期待される中、クレジットの改善(格付け好転期待)で国債の利回り低下が見込まれるスペインやイタリアへの投資機会に注目する。

スペインは、EU平均よりも高いGDP成長率が期待される。また、イタリアは不良債権処理の進展により、経済の底打ちから成長へと転換点を迎える可能性がある。さらに、フランスは、日本の小泉政権時に似た空気感(既存勢力による改革、選挙で地滑りの勝利、不良債権処理の進展など)があり、投資家の注目を集め続けると期待する。

マクロン大統領就任後、総じて「EU崩壊シナリオ」の懸念が遠のき、「国内ひいてはEU改革」に対する機運が高まっていることを体感した。フランス、スペイン、イタリアなどに注目が集まることになれば、短期的にドイツなどから資金シフトが起こる可能性はあるものの、それ以上にEU全体の「成長ストーリー」への期待が膨らみ、ユーロ圏景気にとって好材料とみなすべきだ。

(6月末時点の格付けと利回り)

国	ムーディーズ	S&P	利回り
スペイン	Baa2 →	BBB+ ↑	1.5%
イタリア	Baa2 ↓	BBB- →	2.2%
フランス	Aa2 →	AA →	0.8%
ドイツ(参考)	Aaa →	AAA →	0.5%

格付けは自国通貨建て長期債務、矢印は見直し(信頼できると判断したデータをもとに、日興アセットマネジメント作成)
* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

成長するスペイン、転換点を迎えるイタリアへの投資機会

スペインでは、大手銀行による中堅銀行の救済合併が話題となっていた。株式・債券市場ともに、このことを好材料と受け止め、政策担当者も金融業界の過当競争が是正され、金融システムは健全化に向かうとして好感を持っていた。これまでも、中小金融機関の数を大幅に減らしており、業界再編は着実に進んでいる。このような改善を支えているの



フランス政府・財政経済省

が、経済環境の好転だ。金融危機からの回復の中で、スペインの失業率は低下を続け、実質賃金は EU 域内の中でも安定しており、GDP 成長率も EU 平均を上回っている。また、貯蓄率は高止まりしているが、経済への信頼感が高まるにつれて、消費はさらに伸びる余地がありそうだ。民間銀行で話を聞いてみても、雇用や不動産市場の回復、不良債権の処理手順(国内と EU との整合性)の具体化と金融業界の統合の進展、ECB の金融緩和の段階的解除による銀行業界の収益機会増大への期待などが確認できた。

イタリアについて、GDP 成長率は EU 平均を下回っているが、財政規律の強化で長くりセッションに陥っていた局面から底打ちしつつあるとみられる。不良債権処理は、多くの関係者(労働者、経営者、金融機関、政府、EU など)からさまざまな「ノイズ」が発生したが、予防的資本注入の新しい枠組みがようやく整い、実行したところだ。今後、金融システムの正常化がさらに進むことで、実体経済を支える力の一つになりそうだ。この「空気感」についても、小泉政権時に不良債権の捉え方を、金融業界の問題(柳沢大臣)からマクロ経済の問題(竹中大臣)に転換した時期を思い出させる。また、選挙制度改革を巡る不透明感が残るものの、政治的に EU 反対派の力が弱まっており、EU 否定に走る可能性は低い。イタリア国内の改革も、懸案だった労働市場における柔軟性を高めることなどが進んでいる。財政についても、海外からのネット負債額がピークから大幅に減少しており、ポジティブとみる。

フランスの改革から、EU 改革への深化

フランスでも、Frexit(フランスの EU 離脱)リスクがとりあえず除かれたことで、センチメントや信頼感の改善がみられる。経済指標は改善を続けており、良い状態にあるようだ。国内では防衛予算削減が公的支出削減の目玉となっており、市場は好意的に受け止めている。年金や医療費削減の改革も準備されている。また、税制の透明化が金融機関にポジティブとの見方もあった。マクロン政権が「ゲームチェンジャー」になることを官民ともに期待している。一方で、フィンテックの導入による金融機関の支店削減なども含め、オーバーバンキング調整の自助努力もみられた。

スペイン、イタリア、フランス、いずれの国の政策担当者も、金融監督や資本市場のルールなどを皮切りに EU 内で統合されていこう、との見方で一致している。EU が長期的に目指す本格的な財政の統合については、まだ具体的に見えていないが、各国のファイナンス(国債発行)をユーロ債市場で統一して行なうことが検討されており、将来、ギリシャの負債問題のように場当たり的に対応することは減っていくと見込まれる。銀行システム安定化のみならず、個人年金(金融商品)制度の欧州統一なども議題となっている。Brexit(英国の EU 離脱)の後、ユーロ圏の経済的な揺らぎは思いのほか小さいと見込まれ、残る国々の結束は強まりそうだ。

投資の観点から、欧州は、金融危機からの回復の最終段階にある中で、政治的リーダーシップの変化により新たなユーロ圏の成長ストーリーを準備し始めたとみる。9 月のドイツ総選挙で、想定通りにメルケル政権が継続すれば、この動きは 2018 年にかけて強まるとみられ、株式や通貨ユーロ、利回りの高い国の債券にはポジティブだろう。しかし、欧州の成長は、米国の消費拡大や日本、中国、その他新興国の回復にも相互に関連する。特定地域投資へのタイミングを図る、と言うよりも、世界のリスク資産への信頼感を強める材料として重要だと考える。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目録見書)をご覧ください。