

Europe Insights

欧州市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社

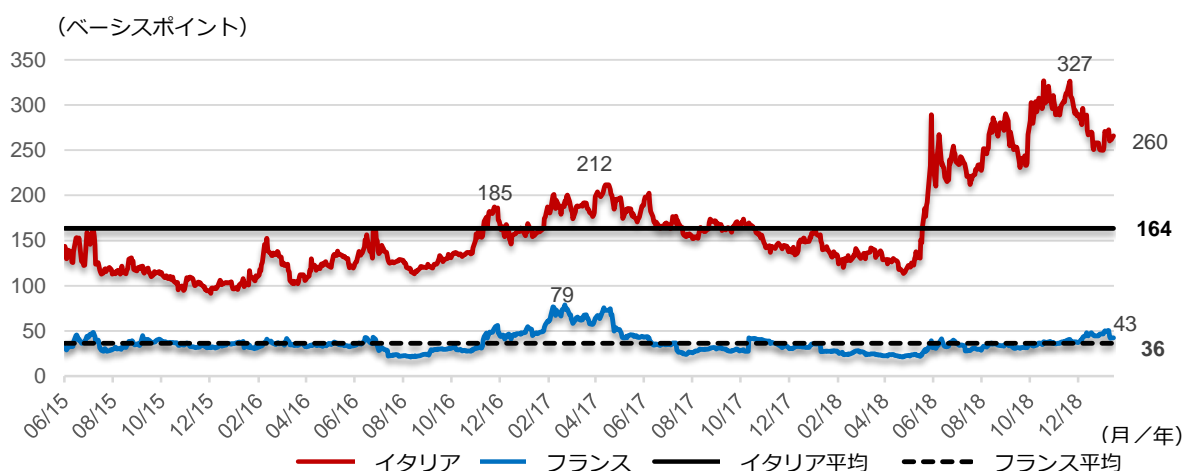
2019年1月25日



トピックス：財政緩和へのシフト

- ◆ イタリアとフランスの2019年の財政政策は緩和方向へとシフトしており、昨年12月に欧州委員会（EC）の合意を得た。
- ◆ 市場の反応はイタリアに関してはかなり不安定であった（図表1参照）。10年物のイタリア国債のドイツ国債とのスプレッド（利回り格差）は327bp（ベースポイント）と3年ぶりの高水準に急上昇した後、260bpまで低下したが、2015-2019年の水準と比べると依然高水準にある。一方、フランス国債のスプレッドは36-46bpのレンジにやや拡大したものの、過去の平均付近にとどまっている。
- ◆ 財政の持続可能性と経済成長を支える改革に向けた確たる姿勢が示されなければ、スプレッドの拡大圧力が再び高まる可能性がある。

図表1：イタリア、フランスの国債利回りの不安定なスプレッド（注）は両政府に財政規律を求めている



注：イタリアおよびフランスの10年物国債利回りのドイツ国債とのスプレッド（利回り格差）
出所：ブルームバーグ、2019年1月14日現在

フランスとイタリアが
新たな財政刺激策を採用

フランス、イタリアの現状

- ◆ フランスでは12月10日に政府が「黄色いベスト運動（黄色いベストを着てマクロン政権に抗議する全国的なデモ）」への対応として、的を絞った財政緩和策（100億ユーロ規模、GDPの0.4%）を1月にも実施すると発表した。この財政緩和策により、財政赤字の対GDP比は3.2%程度（これまでの目標は2.8%）、政府債務残高の対GDP比は99%近くに拡大するとみられる。2020年の財政赤字目標（1.7%）を達成するには、政府が今年中に追加対策を講じる必要がある。
- ◆ イタリアの2019年予算案は、当初11月に欧州委員会により却下された。しかし、市場が動揺すると（図表1参照）、政府は12月12日に態度を軟化させ、財政赤字の目標（対GDP比）を2.4%から2.0%に引き下げた。政府は政策の2本柱である最低所得保障と年金改革の巻き戻しを段階的に実施する決定を下した。新たな戦略は、所得再配分を見直し、最貧層への支援を強化するとともに、最低所得を（人材と仕事を結ぶ）機敏な労働市場政策に一部連動させ、早期退職要件を3年間停止することをベースにしている。2019年予算には法人税の増税のほか、財政赤字目標が未達の場合には、計画された歳出のうち20億ユーロを凍結する措置も盛り込まれている。

欧州委員会が新たな予算の目標に合意した理由

- ◆ 欧州委員会は、政治的な妥協を優先した模様であり、予算に関するルールを一部棚上げすることに合意した。もう一つの理由として、イタリアとフランスの状況に対し、リスク管理の観点でのアプローチが求められたことが考えられる。フランスでは、社会的抗議活動を受けて信頼感指数が大幅に低下しており、また「黄色いベスト運動」の要求に対して政府は毅然とした対応を迫られている。欧州委員会は、フランス政府が公共支出の効率性や、年金と失業給付制度の見直しを含め経済成長を促す改革に引き続き取り組んでいく姿勢を評価している。こうした中、改革計画を条件に、フランスには「柔軟性条項」が適用されている⁽¹⁾。
- ◆ イタリアでは、プライマリーバランスの黒字が2014年以降、対GDP比1.5%に上っているものの、政府債務残高の対GDP比は131%で高止まりしている。景気の低迷がイタリアにとり主要な問題である（2000年以降の成長率は平均で前年比0.4%）。イタリア政府と欧州委員会は、財政刺激策の圧縮（対GDP比1.4%から0.8%へ）と、より現実的なGDP成長率予想（2019年は1.5%ではなく1.0%）で最終的に合意した。新たな見通しは構造的財政赤字⁽²⁾の拡大を示唆しているが、イタリアには投資に関する柔軟性条項⁽¹⁾が適用され、またEUの構造基金も活用しやすくなる。
- ◆ 欧州当局は、最善策は、各国政府との建設的な対話を促しながら信頼感を維持し、域内の成長を支えることと判断したとみられる。将来の通商関係（英国のEU離脱、米国の関税）をめぐり不確実性が高まる一方、5月の欧州議会選挙を控えて経済が減速している厳しい環境が、この決定を引き出したものと考えられる。

欧州当局は、最善の策は各国政府との建設的な対話を促しながら、信頼感を維持し、域内の成長を支えることであると判断

2019年はいかに影響が現れるか？

- ◆ イタリアについては、欧州委員会は最低所得保障と年金改革の巻き戻しにより向こう数年間はコストが増加する中で、「警戒を怠らず状況を観察する」⁽³⁾ことが求められるとしている。フランス政府は、引き続き改革に取り組む必要がある。イタリアとフランスでは、財政措置が消費者心理と家計支出を下支えするとみられている。また投資プロジェクトも多数存在する。イタリアの予算案によると、国内資金が不十分な場合、欧州基金が

イタリアとフランスでは財政措置が消費者心理と家計支出を下支えする見通し

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

不足分をある程度埋めることになっている⁽⁴⁾。さらに、資産購入プログラムは終了するものの、欧州中央銀行は満期を迎える債券を長期にわたり再投資して、必要な限り十分な流動性を維持すると確約している。目先、格付け会社が格付けを発表するとみられるが⁽⁵⁾、イタリアとフランスは引き続き構造問題の解決に取り組んでおり、経済および財政環境が大幅に悪化しない限り、おそらく格付け会社が両国の格付けを引き下げることはないと思われる。

- (1)柔軟性条項は一定の状況下において財政が事前に定めた範囲を逸脱することを認めるものである。
- (2)構造的財政収支は、景気循環の影響と一時的要因を除外したベースの財政収支。欧州安定成長協定で定めた予算ルールには、2019年の構造的財政収支が2018年と比べてフランスはGDPの0.8%、イタリアはGDPの0.6%改善することが規定されている。ただし、柔軟性条項により、必要とされる構造的調整が下方修正される可能性がある。
- (3)ヴァルディス・ドムプロフスキス欧州委員会副委員長の演説。ブリュッセル、2018年12月19日
- (4)欧州構造基金と欧州投資計画は的を絞った投資プロジェクトを支援することを目指している。
- (5)1月11日、カナダの格付け会社DBRSはイタリアの「BBB」の格付け見通しが安定的であることを確認した。



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、HSBC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。

HSBC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/日本証券業協会



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、HSBC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。