



コラム

「柏原延行」の Market View

#66 金融政策を巡る議論の行方は？

皆さま こんにちは。

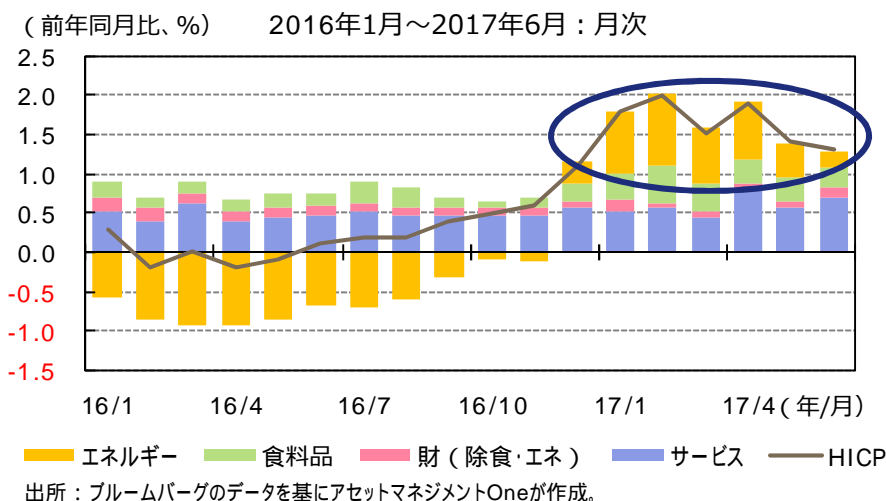
アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

ユーロ圏の中心国であるドイツのIFO経済研究所が25日発表した独企業景況感指数（7月）は116.0と、6か月連続で上昇し、1991年以降で最高となりました。

また、ユーロ圏全体でもユーロ圏製造業購買担当者景気指数改定値（6月）は57.4となり、景気の拡大・悪化の分かれ目となる50を引き続き大きく上回り、2011年4月以来の高水準となりました（なお、7月は56.8とやや下落）。このように、ドイツを中心としたユーロ圏全体の景気は、「一定の底堅さ」と評価できることは当たり前として、見方によっては「加速する可能性がある」と捉えることすら可能なように思われます。

一方で、景気の好調にもかかわらず、ユーロ圏の物価は落ち着いた動きとなっています。2017年に入り、2%に近い水準まで上昇した局面があったのですが、要因別に分解した場合、この上昇はエネルギーの上昇による寄与分が大きくなっています。したがって、足元での原油価格の落ち着いた動きやイースター時期のずれに伴う季節調整の問題などを考慮すると、今後欧州の物価は、前年同月比1%程度の水準に落ち着く可能性が高いと考えております（図表1）。

図表1：ユーロ圏HICPと寄与度



このように欧州においても、米国と同様に、「景気は底堅く、かつ物価は安定推移」との状況にあると思われれます。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。
巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

この組み合わせは、「景気の底堅さから企業収益が一定程度堅調」で、かつ「物価の安定から金利が安定推移する」との投資環境をもたらします。この環境は、株式市場に対して、いわゆるゴルディロックス相場と呼ばれる（熱くも冷たくもない）丁度いい環境をもたらしていると思われます。この結果、米国、欧州の株式市場は各種メディアで報道される通り、底堅く推移しており、年初からのパフォーマンスは、一定程度堅調です（年初来収益率は、NYダウ工業株30種平均で約10%、ドイツDAX指で約6%上昇）。

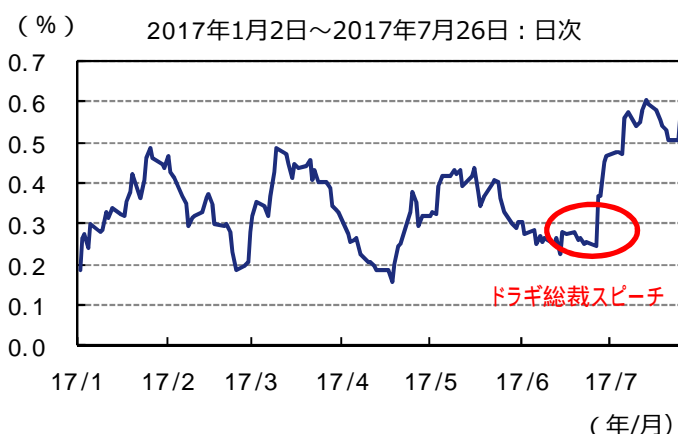
そして、前回のコラムでお話した通り、米国においてすら、政策への期待が小さくなっている現状において、マーケットの方向性に大きく影響を与える今後のイベントは、「中央銀行による金融正常化への動き」であると思います。

通貨の番人である中央銀行にとっては、実際のインフレ率が目標とするインフレ率を「1%上回ること」と「1%下回ること」の意味は全く異なり、「下回ること」はある程度許容しやすい一方で、「上回ること」への忌避感は強いと思われます。

そして、景気が一定の底堅さを維持する中で、これまでの非伝統的な金融政策（量的緩和やマイナス金利）から早く抜けだし、「①インフレ率が望む水準を超えないような予防的措置を講じること」や「今後景気の後退期になったときに、景気を刺激できるような金融政策の選択肢を増やしておく」ことを（我々投資家より）中央銀行は重要視していると思われ、これが米国や欧州の中央銀行が金融正常化を志向する理由であると思われます。

2017年6月29日付けの本コラム「#63 強まるECBの金融政策転換観測」での取り上げた6月27日ポルトガルにおける欧州中央銀行（ECB）ドラギ総裁のスピーチ以降、ドイツ金利は上昇し（債券価格は下落）、ユーロ（対米ドル）も上昇しました(図表2、図表3)。

図表2：ドイツ10年国債利回りの推移



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

図表3：ユーロ米ドルの推移



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

「非伝統的な金融政策」の正常化は、通常金利の上昇（少なくとも短期金利は）をもたらすものですから、不良債権問題を抱える銀行には調達コストの増加との経路で悪影響を与える可能性が高いものと思われます。この観点からは、イタリアの国内銀行3位のモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナに対するイタリア政府の公的支援を欧州委員会が7月4日に正式承認し、不良債権問題の処理に一定の目処がついたことは、金融政策正常化における憂いのひとつが取り除かれたとの評価も可能と思われます。

ECBがこの秋に、テーパリング（先細り）と呼ばれる資産買い入れ額の減額を決定することを相当程度市場は織り込んでいると思われますが、場合によっては、マイナス金利の段階的縮小や廃止に踏み込む可能性にも留意する必要があると考えています。

（2017年7月28日 15:00執筆）

【当資料で使用している指数についての留意事項】

ダウ工業株30種平均はS&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLCが所有しており、アセットマネジメントOne株式会社に対して使用許諾が与えられています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ、S&Pおよびその関連会社は、アセットマネジメントOne株式会社の商品を支持、推奨、販売、販売促進するものではなく、また投資適合性についていかなる表明をするものではありません。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する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。

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。