



## コラム

## 「柏原延行」の Market View

## #58 欧州の残る心配事は？

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。

通貨ユーロが重要な節目と考えていた1ユーロ = 1.10米ドルを超え、図表1の通り、1.12米ドルまで上昇しています（通常、米ドルは1米ドル = 113円のように表記されますが、対ユーロでは、1ユーロ = 1.10米ドルとの形で表記されます、すなわち、数字が大きくなるほど、ユーロ高です）。同様に、ドイツはいうまでもなく、フランスやイタリア、スペインの株価指数も堅調に推移しています。

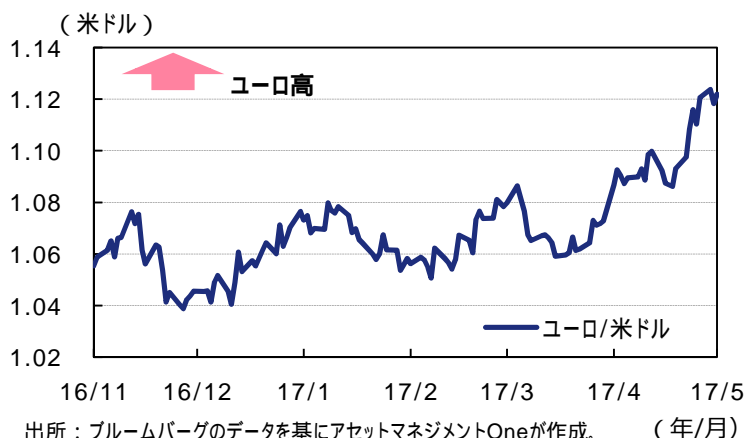
この背景には、フランス大統領選でのマクロン氏の勝利に加え、14日に行われたドイツ最大の州であるノルトライン・ヴェストファーレンの議会選挙でメルケル首相率いるキリスト教民主同盟(CDU)が勝利し、秋の連邦議会選挙においても有利であるとの見方が広がったことがあるといわれています（地方選挙は国政選挙の前哨戦です、我が国でも都議会選挙が7月に予定されています）。CDUのライバルであるドイツ社会民主党(SPD)は、連邦議会選では苦戦との報道が多くなっているようです。

ドイツにおいては、2013年の連邦議会選挙で、議席を得た会派は、4個しかなく、いわゆる極右といわれる勢力は連邦議会に議席を有しません（ドイツ大使館ホームページに記載の情報から）。また、CDUとSPDは国政では連立を組んでおり、与党の議席数は約8割と圧倒的なものです。仮に連邦議会選でSPDが苦戦するのであれば、現在より議席数が減少するSPDは、引き続き連立を組む可能性が高いと考えます。したがって、ドイツの秋の総選挙を、欧州の政治リスクとして捉える見方は急速に萎んでいます。

それでは、今後1年程度を見据えたうえで、欧州の政治に関連したリスクとしては、どのようなものが想定できるのでしょうか？

図表1：ユーロ/米ドルの推移（過去6ヶ月分）

2016年11月24日～2017年5月24日：日次



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。

私は、6月の英国総選挙、年内実施の可能性もあるイタリア議会選挙、③ドイツを中心とした国々からの欧州中央銀行(ECB)に対する「緩和的な金融政策を転換せよという圧力」が挙げられると考えます。

まず、英国総選挙についてです。

メイ首相は、6月に総選挙を実施することを選択したのですが、この選択の背景には、(現在の議席数より)首相が率いる保守党が優勢な結果を得ることによって「英国のEU離脱に関する議論」について、自身がリーダーシップを発揮することを目指していると思われます。そして、そのリーダーシップの方向性は、これまでのメイ首相のコメントから判断するかぎり、厳しい離脱(Hard Brexit)を目指すものであるようです。

ごく簡単にいえば、厳しい離脱とは、「移民等の受け入れを拒否、あるいは限定なものに留める」かわりに、「EUの一員として享受していたメリット」を放棄することです。EUの一員としての最も大きいメリットと思われるのは、EUと英国の間の自由な取引(EU単一市場へのアクセスという言い方がされます)の保障です。単一市場へのアクセスを失うと、製品(財)やサービス(金融も含む)を、EUに提供することに、障害が発生する可能性があります(例:製品販売における関税)。したがって、英国が厳しい離脱を選択した場合には、(一時的であるか、否かには議論があるものの)一旦は英国の成長率が下振れする蓋然性は高いと思われます。加えて、英国では消費者物価指数(4月)が前年比+2.7%となり、加速気味であることも気になる点です。

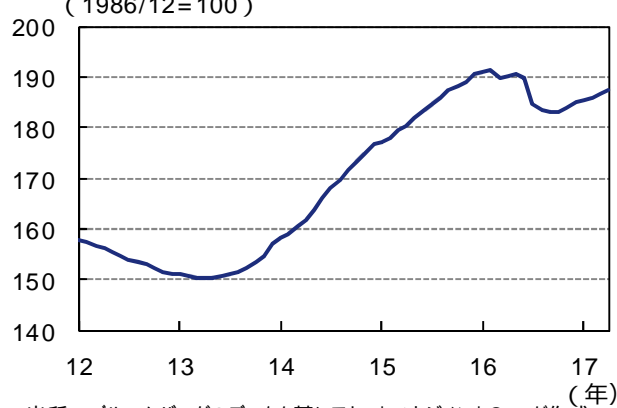
しかしながら、英国における株価(図表2)や不動産価格(図表3)の推移は、株価は高値、不動産も大きな下落には至っておらず、厳しい離脱を織り込んでいるとは思えず、仮にこの離脱に向けた進展があれば、下落を余儀なくされる可能性があると考えます。

図表2: FTSE100種総合株価指数  
2012年1月6日~2017年5月19日: 週次



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: IPD 英国不動産インデックス  
2012年1月~2017年4月: 月次  
(1986/12=100)



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。  
UK IPD Capital Growth All Property を使用。

次に、年内にも実施される可能性があるイタリア議会選挙です。イタリアでは、反ユーロを掲げる政党「五つ星運動」が政権を取る可能性が取りざたされており、選挙が近づくにつれ、政治的な不安定さが「市場のかく乱要因」となる可能性があります。

ある国が国際的な競争力で劣位に追い込まれたときは、その国の通貨価値が下落することによって、競争力を取り戻すことができるのですが、イタリアは単一通貨であるユーロを採用しているため、通貨の調整という方法をとることができません(ユーロは、ドイツにとっては安く、イタリアにとっては高いと考えることもできます)。そして、通貨という調整手段を持たない場合には、労働者の賃金を下げることが競争力回復のための有力な手段のひとつになるため、国民の生活を圧迫する可能性があります。

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。

したがって、イタリアにおける政治的リスクは、他の国と比較しても大きなものになると考えることは自然なことです。

最後に、ECBに対する金融政策転換を巡る圧力です。

欧州における金融政策は、単一通貨であるユーロを採用していることによって、ユーロ採用国全部に適用されてしまいます。ここでの問題点は、端的にいうと各国が置かれている経済的状況が異なるにも関わらず、同一の金融政策が適用されてしまうことが構造的な歪みを引き起こしていることです。

欧州債務問題は、直接的にはギリシャにおける統計の変更（国の債務など）でしたが、主要国であるドイツなどの景気停滞に伴い、ECBが金融緩和的な政策を選択した時期に、金融緩和の必要性が低かったスペインなどで不動産価格のバブル的状況を引き起こしたことも要因としてあげられると私は考えています（2008年のリーマンショックでバブルは破裂し、2009年以降の欧州債務危機に至りました）。

現状は、主要国ドイツでは、インフレ率が上昇するなど引き締めが必要であるかもしれない状況に至っている可能性があるにも関わらず、周辺国では、金融引き締めに対する準備ができておらず、金融政策の転換、または転換圧力が、大きなイベント（例：銀行不良債権問題の顕在化など）を発生させる可能性があると考えます。

全体として、ユーロ圏の景気は堅調であり、また、フランスの大統領選というユーロ崩壊を引き起こしかねないイベントを無事通過したことは、大きな安心材料と捉えるべきで、これが足元のユーロ高として表れていると考えます。

一方で、上記の3個の事態の状況は、リスクを招くかもしれない要因として、一定程度の注意が必要と考えています。

（2017年5月26日 9:00執筆）

#### 【当資料で使用している指数について】

ございません。

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4.104%（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。