

市川レポート (No.30)

主要国・地域の金融政策展望 (その2: 欧州編)

前回のレポートでは米国の金融政策に焦点をあてました。現時点では引き続き9月に利上げが行われる可能性が高いとみていますが、来週17、18日の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で新たな手掛かりが得られる可能性もあるため、注目したいと思います。実際に年内利上げが始まった場合でも、利上げペースはかなり緩やかなものになることが考えられ、ゼロ金利を脱するための「金利の微調整」程度であれば、市場の混乱は回避できるのではないかと考えられます。さて今回は欧州諸国の金融政策を展望します。欧州ではユーロ圏、英国、スイス、デンマーク、スウェーデンなど多くの国や地域が緩和サイクルにあり、その政策内容も様々です。個々のマクロ動向も踏まえ、今後の金融政策の見通しについて考えます。

ECBの量的緩和に対する期待から資産価格は大きく反応

はじめにユーロ圏の金融政策について解説します。欧州中央銀行 (ECB) は1月22日の定例理事会で拡張資産買い入れプログラム (EAPP) を発表し、本格的な量的緩和 (QE) の導入を決定しました。EAPPは、従来の資産担保証券買い入れプログラム (ABSPP) とカバードボンド買い入れプログラム第3弾 (CBPP3) に加え、新たに設定された「国債」、「政府機関債」、「欧州機関債」を対象とする公的部門証券買い入れプログラム (PSPP) によって構成されます。PSPPでの国債などの買い入れは3月9日より流通市場で開始されました。なおEAPPは買い入れ額が月600億ユーロ、期限が2016年9月末に設定されましたが、物価の目標達成が見通せるまで行われるため、事実上は無期限のQEとなります。

【図表1: ECBのQEを巡る資産価格の動き】

	ドイツDAX指数	ユーロドル	ドイツ10年国債利回り
2014年9月1日	9,479.03 ポイント	1ユーロ= 1.3128ドル	0.882%
2015年3月12日	11,799.39 ポイント	1ユーロ= 1.0635ドル	0.248%
変化率、変化幅	24.5% (変化率)	-0.2493ドル (変化幅)	-0.634% (変化幅)
変化の方向	株高	ユーロ安	金利低下

日米の事例を検証すると、金融市場はQEに対し、株高、通貨安、金利低下で反応する場面が比較的多くみられます。株式などの資産は、価格形成に取引参加者の「期待」が大きく反映される性質があるため、このような動きになると推測されます。そこで今回のケースについて、実際の資産価格の動きを確認してみます。ECBが量的緩和を導入するのではないかとの見方は昨年9月あたりから徐々に強まっていたので、

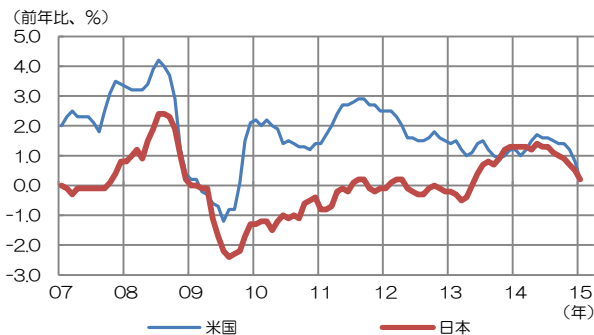
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

昨年9月から直近までのドイツ株、ユーロ、ドイツ国債利回りの変化をみると、株高、通貨安、金利低下となっています（図表1）。

物価に資産価格のような短期間での変化を期待することは難しい

ECBの金融政策の目的は唯一「物価の安定」です。その数値的定義は、消費者物価指数の前年比上昇率が「2%未満だがその近辺」とされています。2月の前年比上昇率は-0.3%とマイナスの伸びが

【図表2：日米の物価動向】



(注) データは2007年1月から2015年1月。米国は個人消費種出 (PCE) 物価指数。日本は消費者物価指数 (除く生鮮食品) で、2014年4月以降は消費税率引き上げの影響を除いた数値。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

続いており、こうしたなかでQEが導入されました。QEが最終的に目指すものは、資産価格の変化ではなく、最終需要の増加と物価の押し上げです。前述の通り、資産価格は取引参加者の「期待」に働きかける効果で短期間に大きく変化することは起こり得ますが、総需要や物価は市場で取引されるものではないので、資産価格のような短期間で大きな変化を期待することは難しいと考えます。QEを先行導入した米国や日本でも物価が一本調子で上昇し続けている訳ではありません（図表2）。そのためユーロ圏の物価の伸び率が数値的定義の水準へ回復するまでには相応の時間を要するものと思われます。

緩和的な欧州金融市場は株高、通貨安、金利低下の動きが形成されやすい環境

次に英国の金融政策を確認します。イングランド銀行（中央銀行）は5日の金融政策委員会で政策金利を0.5%に据え置き、QEの枠を3,750億ポンドで維持することを決定しました。1月の消費者物価指数は前年比で0.3%上昇と、インフレーターゲット（2%±1%）を大きく下回っていますが、英国経済は底堅い成長が続く見通しであるため、当面現行の金融政策は維持されると思われます。この他、スイス国立銀行（中央銀行）は1月5日、フランの上昇を抑えるために1ユーロ=1.20フランの上限を撤廃し、さらに預金金利と、政策金利である3カ月物フランLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）の誘導目標レンジも、それぞれマイナス幅を拡大しました。またデンマーク国立銀行（中央銀行）は2月5日、今年に入り4回の利下げを実施し、スウェーデン中央銀行は2月12日にマイナス金利とQEの導入を発表しました。これら3カ国とも物価と経済の伸び悩みが予想されており、市場では更なる緩和拡大の可能性も見込まれています。

最後に欧州金融市場の見通しについてまとめておきます。欧州では金融市場が極めて緩和的な状態にあり、株高、通貨安、金利低下の動きが形成されやすい環境にあります。株式市場については当面、過剰流動性相場の恩恵が続く見通しです。ギリシャ問題やウクライナ情勢などの悪材料には注意が必要ですが、相場がリスクオフに転じた場合でも、潤沢な流動性が株価の下支えになると思われます。通貨は減価圧力を受けやすいため、特に利上げ開始が見込まれているドルに対しては下落基調が続くと思われます。ただ通貨安による輸出増加や物価押し上げの効果も期待できますので、過度に悲観する必要はないと考えます。欧州の国債市場については、より多くの国々でより長い期間の国債利回りが低下する可能性も考慮しておく必要があると思います。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了承下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会