

Europe Insights

欧州市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社
2017年8月22日



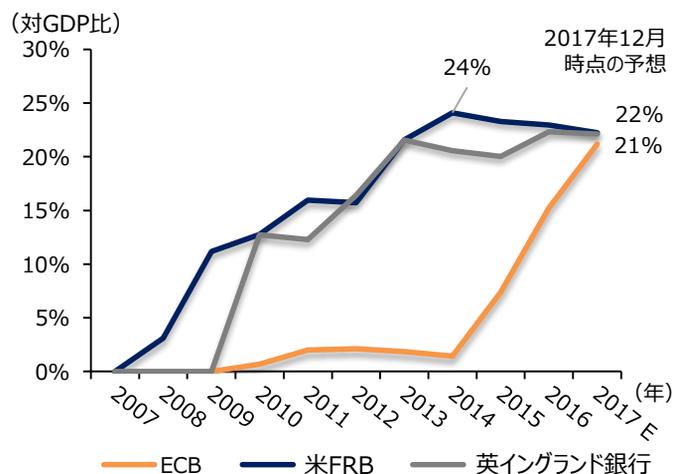
ECBの金融政策：テーパー・タントラム*を回避し、量的緩和を縮小できるか？

当レポートの要旨

トピックス

当レポートでは、欧州中央銀行（ECB）の今後の金融政策について取り上げる。ECBは今年4月以降、資産購入プログラム（APP）の月次買入れ額を200億ユーロ減らし、600億ユーロとした。しかし、ECBは、金融引き締め「自動操舵装置」が作動したかのような認識を市場に与えることを警戒し、今後の量的緩和の規模縮小計画については、言及を避けている。今後のフォワード・ガイダンスについても当面は変更せず、急激な金融引き締めや通貨ボラティリティを高めるような状況を回避すると見られる。

図表1: ECBの資産残高は2017年末まで増加し、ユーロ圏GDP対比で約21%に達し、米FRBと英イングランド銀行の水準に近づく見込み



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）
（2017年7月31日現在）

*テーパー・タントラム：量的緩和縮小の唐突な発表などにより、金融市場が動揺する状況。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

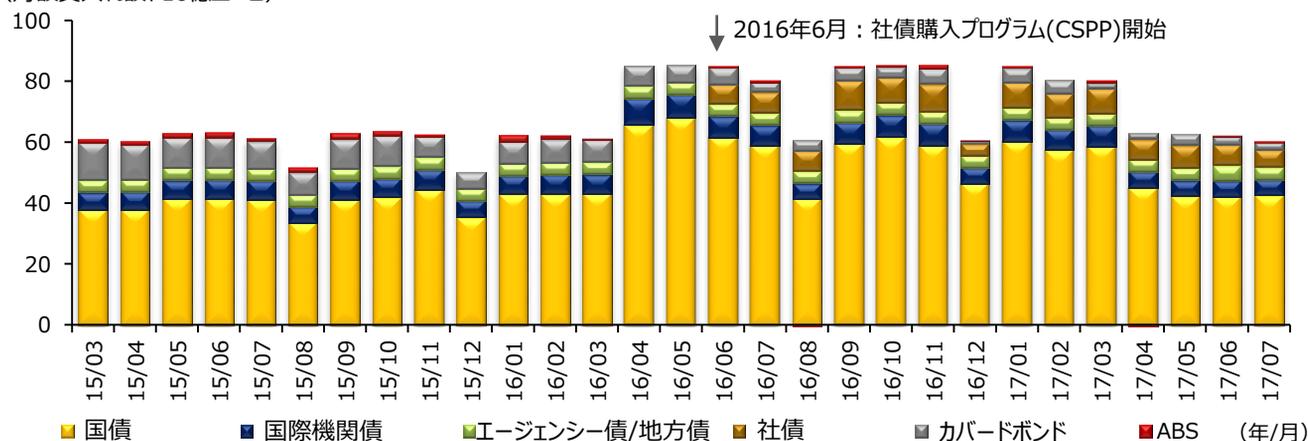
トピックス: テーパー・タントラムを回避し、量的緩和を縮小できるか？

ECBは4月から資産購入プログラムの規模縮小を実施

ECBは今年4月以降、資産購入プログラム（APP）の月次買入れ額を200億ユーロ減らし、600億ユーロとしている（図表2参照）。しかし、ECBは、金融引き締めを「自動操舵装置」が作動したかのように市場に認識させることを警戒し、今後の量的緩和の規模縮小計画についての言及を避けている。フォワード・ガイダンスについても当面変更はなく、急激な金融引き締めや通貨のボラティリティの高まりを回避するだろう。

図表2： ECBは量的緩和プログラムの下での月次買入れ額を既に削減

(月額買入れ額、10億ユーロ)



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年7月31日現在）

資産購入プログラムの制約

ECBは資産購入プログラム（APP）に2つの制約を設けている：

- I. 各国のECBへの出資比率に応じて買入れを行なう「キャピタル・キー」⁽¹⁾
- II. 債券/発行体あたりの購入上限は発行残高の33%

月額600億ユーロの買入れを行なう現行のAPPの枠組みでは、2018年以降も上記の制約を満たしつつ、量的緩和を継続するのは困難と見られ、制約の範囲内で一定程度の柔軟な対応が求められる。直近の買入れ対象国別では、イタリア、フランス、スペインの債券購入割合が過剰である一方、ドイツの割合は過小となっている。また、APPにおける社債購入プログラム（CSPP）の比率が高まりつつある。

一方、ECBは、これらの制約が原因で、量的緩和の縮小が行われるとの認識を市場に与えることを避けるだろう。ドラギECB総裁は、6月27日にポルトガルのシントラで開かれた年次政策フォーラムにて、「景気回復が続く中、政策スタンスはより緩和的となる。ECBは政策手段のパラメーターを調整することで、景気回復に対応することが可能である。但し、これは金融政策が引き締めへ転換するのではなく、現行スタンスを維持することが目的である」と言及している。

金融政策の正常化に向けた長い道のり

ECBは、米国の金融政策の正常化に向けた道筋を概ね辿ると見られており、量的緩和の規模縮小は、2018年1月から同プログラムが終了する2018年10月まで続くと思われる。その後、2019年後半にかけては、償還を迎える債券の再投資を継続する一方、預金金利の引上げに動くであろう。そして最終段階として、2021年10-12月期以降にバランスシートの正常化へと動くと思われる（次ページ図表3参照）⁽²⁾。これが大まかな計画と見られるが、現時点では不確かな点も多い。但し、ECBは、必要があれば、量的緩和の延長若しくは規模拡大を行なう用意があるということは確かだ。

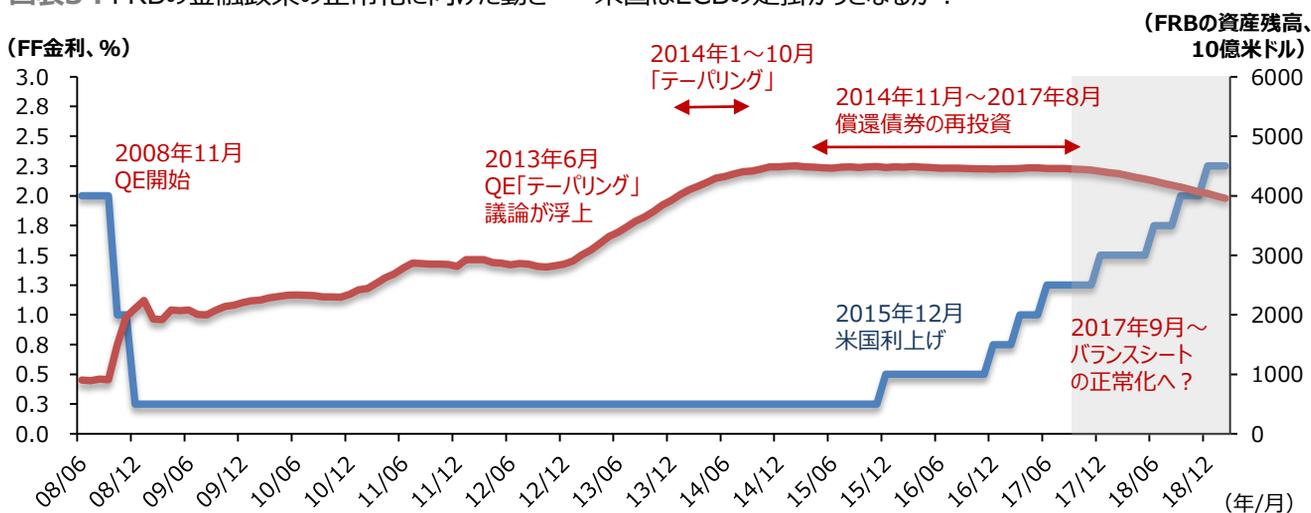
(1) キャピタル・キー：APP下での買入れ資産は、各国の人口やGDPを基準としたECBへの出資比率に応じて買入れを行なう規定。
(2) 米連邦制度理事会（FRB）が2017年10-12月期にバランスシートの縮小を実施するとの想定に基づく。

トピックス: ECBはテーパー・タントラムを回避し、量的緩和を縮小できるか？

また、足元の経済環境は国により異なり、例えばドイツ、オーストリア、オランダでは、インフレ率が比較的高水準で労働需給がタイト化している一方、イタリア、ポルトガル、（それ程ではないが）スペインでは、インフレ率が低水準にとどまり、且つ金融業界が脆弱である。ドイツが量的緩和の縮小と預金金利の引上げを主張する一方、金融業界が脆弱なユーロ圏周辺国は金融引き締めへの急速な転換を回避すべく動いている。ECBはこうした環境下で、今後も適切な政策ミックスを模索していく必要に迫られよう。

プラスの側面としては、イタリア、ポルトガル、スペインでは、銀行セクターの再編が続く中、足元で金融業界の脆弱性が後退している点が挙げられる⁽³⁾。ECBは欧州の銀行に対し、資本増強、不良資産の売却や証券化に向けた2年間の再建計画を立てるよう促している。また、欧州では不良債権の流通市場を支援する枠組みが2018年1-3月以降、導入される予定である⁽⁴⁾。こうした見通しの中で、ECBは、マイナス金利や債券購入などの異次元緩和を緩やかなペースで解除することが可能となるかもしれない。

図表3：FRBの金融政策の正常化に向けた動き - 米国はECBの足掛かりとなるか？



出所：H S B Cグローバル・アセット・マネジメント（フランス）（2017年7月31日現在）

(3) 詳細は2017年7月のEurope Insightsの「ユーロ圏の銀行救済：リスクに応じた解決策」

(4) 欧州委員会「Development of secondary markets for non-performing loans and distressed assets」（2017年6月）

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。



欧州株式市場

業種別ポジショニング

業種	ウェイト*	理由
商業サービス・用品	オーバーウェイト	持続的成長が見込まれ、バリュエーションも魅力的。
銀行	オーバーウェイト	当社ではドイツを除くユーロ圏の商業銀行を選好。最近の金利上昇に加え、銀行規制が緩和されるとの観測が浮上したことが好材料に。自己資本比率も大幅に改善。
資本財	オーバーウェイト	欧州の資本財セクターは、企業収益見通しの上方修正を背景に、他セクターをアウトパフォームしてきたが、成長モメンタムは依然強く、引き続き有望視。
素材	オーバーウェイト	バリュエーションは割安。世界的な景気回復が企業のファンダメンタルズを下支え。
通信	オーバーウェイト	バリュエーションの割安感、市場変動に対する耐性、合併・吸収（M&A）の可能性から有望視。
耐久消費財・アパレル	アンダーウェイト	高価な高級ブランドを手掛ける企業をアンダーウェイト。
家庭用品&パーソナル・ケア製品	アンダーウェイト	バリュエーションの観点から僅かにアンダーウェイト。インフレ圧力が高まる環境下では、バリュエーションが全体的に割高と判断。
各種金融	アンダーウェイト	銀行セクターをオーバーウェイトしているが、各種金融はアンダーウェイト。
公益	アンダーウェイト	最近の株価上昇を受けてアンダーウェイトに。金利上昇に加えて、政治リスク、規制リスクにも警戒。
生活必需品	アンダーウェイト	足元で割高感が強いと判断。

* ウェイトについては、MSCIヨーロッパ指数に対する直近のH S B Cグローバル・アセット・マネジメントの主要な欧州株式ファンドのオーバーウェイト/アンダーウェイトを示します（2017年8月8日現在）。

欧州債券市場

- ▶ 7月の欧州金融市場は、一般的にボラティリティが低位で推移する中、小幅な値動きにとどまった。欧州国債市場も概ね横ばいで推移したが、10年物ドイツ国債利回りは前月末比0.54%上昇した。イタリア国債およびスペイン国債はドイツ国債をアウトパフォームした。欧州社債市場は、先月に続き買い優勢の展開となり、投資適格社債指数のスプレッドは9ベースポイント縮小した。足元のスプレッドは2017年で最も縮小している。欧州社債市場はセクターによりパフォーマンスがまちまちで、自動車及びコーポレート・ハイブリッド証券がアンダーパフォームした一方、資源、金融機関の劣後債はアウトパフォームした。
- ▶ 社債市場は、リスクプレミアムが一段と低下し、ボラティリティが低下傾向にあることから、当社では慎重に見ている。シニア社債は足元で割高感があり、国債利回り上昇の影響を受けやすくなっている。しかし、金融機関及び事業会社が発行する劣後債など、一部には投資妙味がなおあると考える。金融セクターでは、当局の厳格な規制もあり、信用状態は依然良好である。（小企業や周辺国の銀行など）問題を抱える機関についても、状況は改善方向にある。当社では引き続き、国債利回りとの相関が低い短期社債に妙味があると見ている。
- ▶ 発行体の多くは、信用状態が一般的に良好である。また、デフォルト率は今後、景気サイクルの循環的な回復や良好な企業収益見通しなどを背景に、2%程度の低水準で推移すると思われる。ECBによる緩和的な金融環境も支援材料となろう。
- ▶ 国債については、足元の利回りが均衡水準を大きく下回っているため、デュレーションを短めに維持しつつ、戦術的にポジションを調整する。なお、中長期的に緩やかな政策金利の正常化が進むとの当社の基本シナリオには変わらない。

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、H S B C 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。

※当資料は、H S B C 投信株式会社が情報提供を目的として、H S B C グローバル・アセット・マネジメント（フランス）が作成した“Europe Insights”を翻訳・編集したものです。

H S B C 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



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、H S B C 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。