

金融緩和を視野に入れ始めた日米欧中銀 —利下げが見送られた場合には揺り戻しの動きも—

- 米中貿易摩擦などの不確実性の高まりや、インフレの持続性への懸念などを背景に、日米欧の中銀は政策の選択肢として金融緩和を視野に入れ始めました。
- 7月のFOMCにおける利下げの可能性を金融市場は完全に織り込む展開となっていますが、利下げが見送られた場合には、期待の揺り戻しが出る可能性があることには留意が必要と言えます。

FRBは不確実性やインフレの持続性を懸念

6月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利（FF金利の誘導目標）の現状維持（2.25-2.50%）が決定されました。

FRB（連邦準備制度理事会）は声明文で今後の金融政策について、前回までであった「忍耐強く」対処するとの文言を削除し「不確実性や抑制されたインフレ圧力を踏まえ、経済見通しに関する今後の情報を注視する」「景気拡大を維持するために適切な行動を取る」との文言を新たに加え、今後、必要に応じて緩和策を講じることを示唆しました。

同時に発表されたFRBによる経済見通しでは、2020年の実質GDP成長率が上方修正され、失業率は全予想期間において各々0.1%ポイント改善する見通しとなりました（図表1）。一方、インフレ見通し（PCE）は、2019-2020年が下方修正され、それに呼応する形で政策金利（FF金利）の見通しも2020年以降が下方修正されました。FRBは底堅い経済成長を見込む一方、インフレの持続性に懸念を強めていることが窺われます。

ECBは超低金利政策の期間を延長

ECB（欧州中央銀行）は、6月の理事会において、現状の政策金利の維持を決定し、主要リファイナンス・オペ金利を0.00%、限界貸付ファシリティ金利を0.25%、預金ファシリティ金利を▲0.40%でそれぞれ据え置きました。

一方、政策金利の見通しについては、現状の水準を2020年上半期末まで維持するとしました（従来は2019年末まで）。これはフォワードガイダンスを変更することにより、実質的な緩和効果を狙ったものと言えます。

図表1 FRBによる経済見通し

(6月時点)

	2019年	2020年	2021年	長期
実質GDP	2.1%	2.0%	1.8%	1.9%
前回	2.1%	1.9%	1.8%	1.9%
失業率	3.6%	3.7%	3.8%	4.2%
前回	3.7%	3.8%	3.9%	4.3%
PCE	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%
前回	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
コアPCE	1.8%	1.9%	2.0%	-
前回	2.0%	2.0%	2.0%	-
FF金利	2.375%	2.125%	2.375%	2.500%
前回	2.375%	2.625%	2.625%	2.750%

(注) 前回：2019年3月FOMC時点 下線：前回から修正があった箇所
コアPCE：食品・エネルギーを除くベース

(出所) FRB資料を基に岡三アセットマネジメント作成

図表2 ECBによる経済見通し

(6月時点)

	2019年	2020年	2021年
実質GDP	1.2%	1.4%	1.4%
前回	1.1%	1.6%	1.5%
失業率	7.7%	7.5%	7.3%
前回	7.9%	7.7%	7.5%
HICP インフレ率	1.3%	1.4%	1.6%
前回	1.2%	1.5%	1.6%
コアHICP インフレ率	1.1%	1.4%	1.6%
前回	1.2%	1.4%	1.6%

(注) 前回：2019年3月時点 下線：前回から修正があった箇所
コアHICPインフレ率：食品・エネルギーを除くベース

(出所) ECB資料を基に岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ECBは経済成長、インフレの見通しを下方修正

併せてECBが発表した経済見通しでは、2019-2021年にかけて失業率が各々0.2%ポイント改善する見通しとなった一方、実質GDP成長率は2020-2021年が下方修正されました（前頁図表2）。

また、インフレについては、HICPインフレ率の2020年や、コアHICPインフレ率の2019年が下方修正され、インフレの目標である2%を大きく下回る推移が続く見通しとなっています。ECBは景気見通し、およびインフレの持続性に警戒を強めていることが窺われます。

日銀は現状維持も下振れリスクを警戒

日銀は、6月の金融政策決定会合で、現状の金融政策（長短金利操作付き量的・質的金融緩和）の維持を決定しました。

ただ、公表文では、景気の先行きについて「基調としては緩やかな拡大を続ける」との見方を示した一方、米国のマクロ政策や保護主義的な動き、中国を始めとする新興国経済の動向など、海外経済を巡る下振れリスクは大きいと指摘しました。

また、日銀による「経済・物価情勢の展望（4月）」では、2019-2020年度の実質GDP成長率が下方修正され、消費者物価も2020年度が下方修正されるなど、日銀が景気およびインフレについて低調に見ていることが示されました（図表3）。

金融緩和を視野に入れ始めた日米欧中銀

日米欧の各中銀は、総じて貿易摩擦などによる不確実性の高まりや、景気動向、インフレの持続性への懸念を強めており、金融緩和を視野に入れ始めています。

パウエルFRB議長は、FOMC後の記者会見で、利下げについて「多くのFOMC参加者が5月以降、追加的措置の必要性が強まっていることに同意した」と発言し、利下げの可能性を滲ませたほか、ドラギECB総裁は、ECBの年次会議で、先行きの経済・インフレのリスクが「下方に傾いている」としたほか、改善しなければ「追加の刺激策が必要になる」と発言し、具体策としてマイナス金利の深掘りや量的金融緩和の再開などを例示しました。また、黒田日銀総裁は、金融政策決定会合後の記者会見で「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれるような状況になれば、躊躇なく追加緩和を検討していく」と述べ、追加緩和の手段としては、短期政策金利や長期金利操作目標の引き下げや、資産買入れの拡大などを挙げています（図表4）。

図表3 日銀による経済見通し（4月時点）

	2019年度	2020年度	2021年度
実質GDP	0.8%	0.9%	1.2%
前回	0.9%	1.0%	-
消費者物価	1.1%	1.4%	1.6%
前回	1.1%	1.5%	-
消費者物価（参考）	0.9%	1.3%	-
前回	0.9%	1.4%	-

(注) 前回：2019年1月時点 下線：前回から修正があった箇所
消費者物価：生鮮食品を除く
消費者物価（参考）：上記から消費税率引き上げ、教育無償化政策の影響を除く

(出所) 日銀資料を基に岡三アセットマネジメント作成

図表4 日米欧中銀の想定される金融緩和手段

	金融緩和手段
FRB	<ul style="list-style-type: none"> 政策金利の引き下げ※1 量的金融緩和の再開
ECB	<ul style="list-style-type: none"> フォワードガイダンスの見直し マイナス金利の深掘り※2 量的金融緩和の再開
日銀	<ul style="list-style-type: none"> フォワードガイダンスの見直し 短期政策金利の引き下げ※3 長期金利操作目標の引き下げ※4 および金利変動幅の弾力的な対応 資産買入れの拡大 マネタリーベースの拡大ペースの加速

※1：FF金利誘導目標（現在2.25-2.50%）

※2：預金ファシリティ金利（現在マイナス0.4%）

※3：日銀当座預金残高のうち政策金利残高にマイナス金利を適用（現在マイナス0.1%）

※4：10年物国債金利が0%程度で推移（現在）

(出所) 各種資料を基に岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

最短では7月に利下げが可能だが先送りの可能性も

仮に金融緩和が決定されとした場合、その時期を主要イベントの日程から考察すると、最も早いのは、7月25日のECB理事会、7月29-30日の日銀金融政策決定会合、7月30-31日のFOMCで決定するケースとなります（図表5）。しかし、この場合、ECBや日銀がFRBよりも先に緩和することになるため、日米欧で最も政策金利の引き下げ余地があるFRBの緩和決定を確認した後で、ECBや日銀は緩和に動く可能性の方が高いように思われます。そのケースでは、7月30-31日のFOMC、9月12日のECB理事会、9月18-19日の日銀金融政策決定会合の順で緩和が決定されるのが最短の日程となります。

ただ上記は、単純に日程だけで想定したものであり、実際にFRBが利下げに踏み切る際の判断材料としては、G20大阪サミットで予定されている米中首脳会談後に対中制裁関税第4弾が発動されるか否かや、6月のISM製造業景況指数および雇用統計の結果などがあるとみられます。仮に、対中制裁関税の第4弾の発動が見送られ貿易摩擦の緊張が一旦緩和し、ISM製造業景況指数、雇用統計が悪い結果とならなければ、利下げの判断は9月以降のFOMCへ持ち越しになることも考えられます。

利下げが見送られた場合は揺り戻しの動きも

直近、利下げ期待が米国株、米国債の押し上げの一要因となっていたため、7月のFOMCで利下げが見送られた場合には、反動が出る可能性があります。

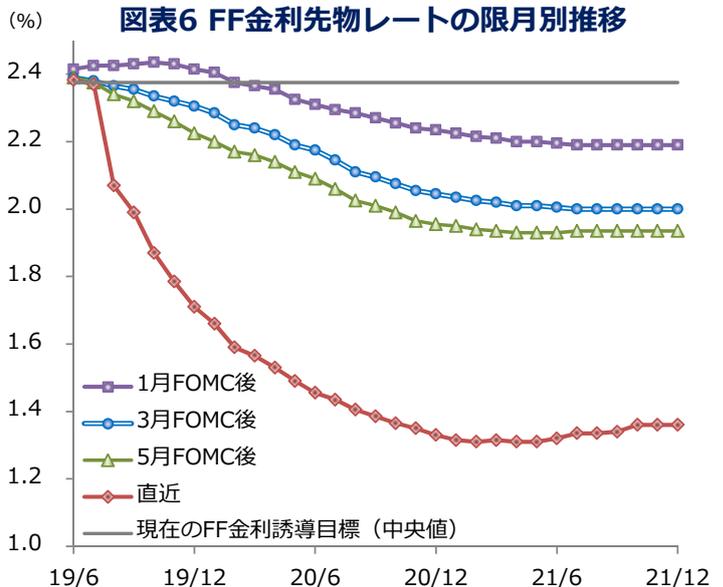
FF金利先物が示す将来の利下げに関する市場の織り込み度を見ると、7月の利下げの織り込み度は100%となっています。また、9月の追加利下げ（2回目）は約50%、12月の追加利下げ（3回目）は約70%を織り込む水準でFF金利先物レートは推移しています（図表6）。そのため利下げが見送られた場合には、過剰に織り込まれた利下げ期待の揺り戻しが起きる可能性があることには留意する必要があると考えています。

図表5 金融政策に関連する主要日程

日付		イベント	
6月	28-29日	日	G20大阪サミット（米中首脳会談）
7月	1日	米	6月ISM製造業景況指数
	5日	米	6月雇用統計
	10日	米	FRB議長 半期議会証言（下院）
	21日	日	参院選投票（4日：公示）
	25日	欧	ECB理事会
	29-30日	日	日銀金融政策決定会合
	30-31日	米	FOMC
8月	22-24日	米	ジャクソンホール会議
	24-26日	仏	G7サミット
9月	12日	欧	ECB理事会
	17-18日	米	FOMC
	18-19日	日	日銀金融政策決定会合
10月	1日	日	消費税率の引き上げ（8%→10%）
	24日	欧	ECB理事会
	29-30日	米	FOMC
	30-31日	日	日銀金融政策決定会合
	31日	欧	ドラギECB総裁任期

（注）上記日程は予定であり今後変わることがあります
（出所）各種資料を基に岡三アセットマネジメント作成

図表6 FF金利先物レートの限月別推移



（注）5月FOMC（4月30-5月1日開催）
直近：2019年6月26日時点
（限月：年/月）
（注）グラフはFF金利先物レートの限月別水準

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社作成したものであり、特定の個人や法人への投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項（2019年5月末時点）

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
 - お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
 - お客様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）の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率1.991088%（税抜1.8436%）程度
※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
- **監査費用**：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
 - ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）
 - お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記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。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）