

追加金融緩和に前向きなECB

ECBのドラギ総裁は「経済・物価情勢が改善しなければ追加の景気刺激策が必要になる」と語り、世界的な金融緩和競争に参戦しました。ECBはマイナス金利下でも政策金利の景気刺激メカニズムは失われていないと考えていることから、7月末にFRBが利下げを行えばECBも追加金融緩和に動く予想しています。

金融緩和競争に参戦したECB

欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は6月にポルトガルで行われた中銀フォーラムで「経済・物価情勢が改善しなければ追加の景気刺激策が必要になる」と語りました。ECBは14年6月に政策金利の1つである預金ファシリティ金利（DFR：Deposit Facility Rate）を初めてマイナスにし、コアCPIがターゲットとする2%を下回り続けるなか、その後3回の利下げを経て現在のDFRは-0.4%となっています（図表1）。日本同様に金融機関の収益力低下などの副作用が叫ばれるなか、これ以上の金融緩和は難しいとの意見が聞かれる一方、市場には米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを行えばECBも追随するとの見方が浮上してきました。

ゼロ金利制約・実質下限制約

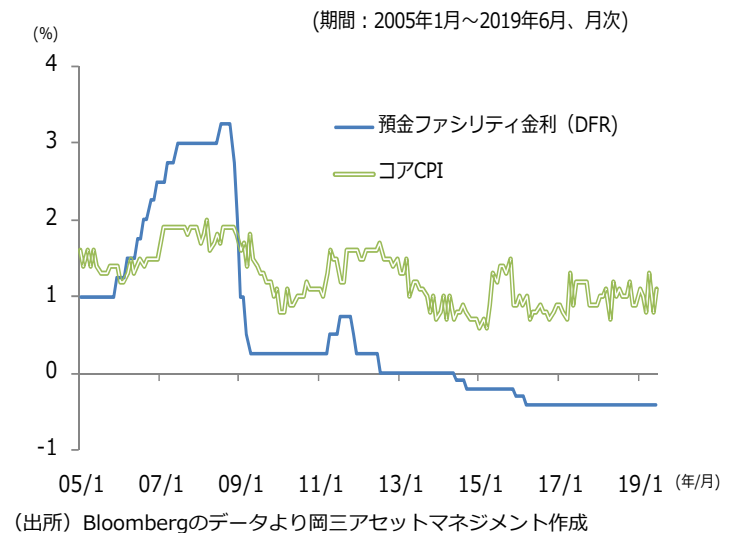
従来のマクロ経済学では、金利がゼロまで低下するとそれ以上景気を刺激することはできないと考えられています（ゼロ金利制約：流動性の罫）。また、人々の予想物価上昇率がマイナスになると「名目市場金利・予想物価上昇率」で示される実質市場金利が上昇し、実質市場金利が実質均衡金利（自然利子率）を上回れば景気抑制効果が生じるとも考えられています（実質下限制約）。

従来のマクロ経済理論に反発するECB

ECBが6月に発表した論文(*)は、これまでにDFRを-0.4%まで引き下げても、ECBは「実質下限制約」に直面しておらず、金融政策の景気刺激メカニズムは失われていないと述べています。ユーロ圏内の89行の銀行、46万社の事業会社のデータ（2007～2017年）を分析して導き出された結論は右記の通りです。

(*) "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms" June 2019, Working Paper Series, European Central Bank

図表1 ユーロ圏のコアCPIとECBの政策金利



- 2014年6月以降のマイナス金利政策の下で、銀行は個人預金にマイナス金利を課すことはなかったが、法人預金にはマイナス金利を課すことができた。
- バランスシートが脆弱な（不良債権が多く、CDSスプレッドが大きい）銀行よりも健全な銀行の方が相対的にマイナス金利を課すことができた。
- 欧州財政危機に見舞われた南欧の銀行よりもドイツや北欧の銀行の方がマイナス金利を課すことができた（法人預金に占めるマイナス金利の割合：ユーロ圏全体は20%、ドイツは50%）。
- 健全な銀行ではマイナス金利を課しても預金が減ることはなく、資金調達コストが低下したため貸出しを増やすことができた。
- 預金にマイナス金利を課された一部の事業法人は収益率を引き上げるために金融資産のデュレーションを長期化したり、流動資産から有形・無形の固定資産に資金をシフトさせた。

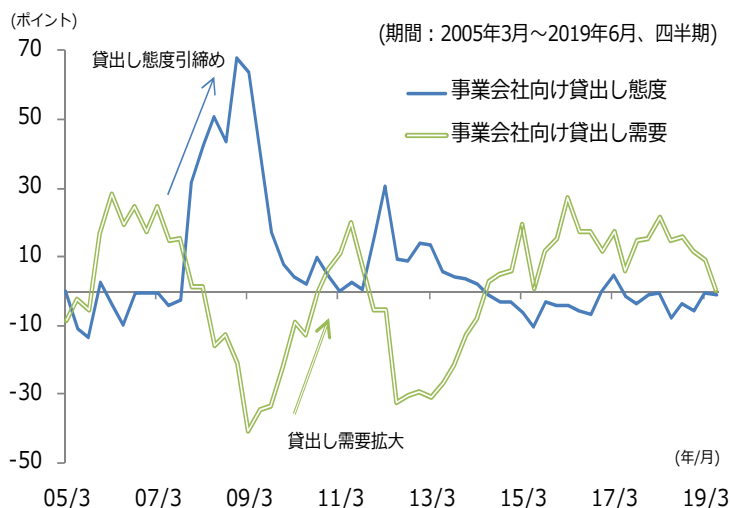
＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■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もありません。■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。

金融政策の景気刺激メカニズム

「ゼロ金利制約」は市場参加者が金融システムに信頼が持たず、金利がゼロに近づいて預金を現金に換えてしまう時に発生すると考えられています。一方、ユーロ域内ではECBのマイナス金利政策下でも金融政策の実体経済への波及メカニズムは失われていません。通常のプラス金利環境では、利下げによって脆弱な銀行のバランスシートのストレスが緩和されることを通じて金融緩和効果が発揮されます。一方、安全資産への需要が拡大するマイナス金利下では健全な銀行に預金が集まりやすく、資金調達コストの低下を通して健全な銀行の貸出しが拡大しました。ECBはこれを「貸出しチャンネル」の景気刺激メカニズムと呼んでいます。一方、企業がマイナス金利が課される流動資産から有形・無形の固定資産に資金をシフトさせて投資が促進されるメカニズムを「コーポレートファイナンス・チャンネル」と呼んでいます。

図表2 ECBによる銀行貸出し担当者サーベイ



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

ECB金融政策の見通し

ドラギ総裁は「経済・物価情勢が改善しなければ追加の景気刺激策が必要になる」と語るるとともに、具体的な政策として①マイナス金利の深掘り、②昨年末に打ち切られた量的緩和（資産買入れ）の再開、③20年前半まで利上げを行わないという先行き指針（フォワードガイダンス）の変更、④市中銀行へのマイナス金利での貸出し、を挙げました。2014年6月にDFRがマイナスに引き下げられると、銀行の貸出態度は引締めから緩和に転じ、企業の資金需要（貸出し需要）も拡大しました。しかし、2018年以降は貸出態度がやや引き締まるなか、企業の資金需要も減退しています（図表2）。今後、企業の資金需要を拡大させるためには何らかの追加金融緩和を通して銀行の貸出態度を緩和させる必要があります。

このようにECBが追加金融緩和に前向きであることを考慮すれば、7月末にFRBが利下げに踏み切れれば、ECBも追随することが予想されます。ECBが追加緩和を躊躇し、FRBに対して緩和負けすればユーロ高ドル安が進み、輸出を中心にユーロ圏経済にマイナスの影響を与えることになると思われます。

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。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項（2019年6月末現在）

【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×購入回数×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。