

市川レポート (No.412)

適温相場～終わりの始まりか？

- ECBはテーパリングを今年9月に通知し、来年1月に開始へ、利上げは早くても来年12月を予想。
- 米金融政策について、年内は利上げよりも、バランスシート縮小の通知が先になるとの見方に変更。
- 適温相場終了の思惑で市場動揺の恐れも、ただ各国が慎重に緩和を解除すれば混乱は回避へ。

ECBはテーパリングを今年9月に通知し、来年1月に開始へ、利上げは早くても来年12月を予想

6月27日の金融市場では、ドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁の発言を受け、ユーロ圏の金融緩和縮小を強く意識した動きがみられました。ドラギ総裁の発言については、①景気回復につれて政策手段のパラメーターを調整できるようになる、②調整は慎重に行うべきだが、それは引き締めではなく、政策スタンスを一定に保つためのもの、③緩和的な金融政策は依然必要、これらが重要なポイントと考えます。

つまり、資産買入れを段階的に縮小（テーパリング）しても、金融緩和は続けるというメッセージであり、市場の反応はやや行き過ぎのようにも思われます。弊社ではECBが金融政策の正常化を慎重に進めるとみており、テーパリングは2017年9月に通知、2018年1月に開始、同年9月に終了となる可能性が高いと考えます。利上げ時期は、政策金利の下限となる中銀預金金利が早くても2018年12月、主要政策金利であるリファイナンス金利は2019年以降と予想します。

【図表1：米金融政策の見通し】

FOMC開催月	新しい見通し	従来的見通し
2017年9月	据え置き	据え置き
2017年12月	バランスシート縮小を通知 (2018年1月から開始)	フェデラルファンド (FF) 金利を 1.25~1.50%へ引き上げ
2018年3月	フェデラルファンド (FF) 金利を 1.25~1.50%へ引き上げ	バランスシート縮小を通知 (2018年4月から開始)

(出所) 三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：主要中銀の金融正常化の進行ステージ】

ステージ	FRB	ECB	日銀
1.資産買入れの 段階的縮小	済	実行中	未済
2.利上げ	実行中	未済	未済
3.バランスシート縮小	未済	未済	未済

(注) ECBは2017年4月から資産買入れの月額を800億ユーロから600億ユーロに減額している。

(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

## 米金融政策について、年内は利上げよりも、バランスシート縮小の通知が先になるとの見方に変更

一方、米国に目を向けると、足元では予想を下回る経済指標の発表が目立ち、物価も伸び悩むなか、利上げの織り込みが進んでいません。また米上院共和党執行部が、医療保険制度改革法案（オバマケア）の代替法案の採決を7月5日以降に延期したため、18年度予算審議の開始が遅れる見通しとなりました。経済的、政治的な不透明感はいまだに残る可能性があるため、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では政策据え置きを予想します。

ただ今回、そこから先の金融政策について、弊社は見直しを変更しました（図表1）。イエレンFRB議長は6月27日の講演で、市場は6月のFOMCで公表したバランスシート縮小に関する詳細な情報を十分理解していると述べた一方、株式などの資産価格は幾分高いとの見解を示しました。そのため、FRBが資産価格の微調整が必要と考えているならば、市場で織り込みが進んでいない利上げよりも、理解の進んだバランスシート縮小の方が適切となります。

## 適温相場終了の思惑で市場動揺の恐れも、ただ各国が慎重に緩和を解除すれば混乱は回避へ

なお、イングランド銀行（BOE）のカーニー総裁も6月28日、近く利上げを開始するかもしれないとの考えを示し、カナダ銀行（BOC）のポロズ総裁も6月13日、利下げは大方の役割を果たしたと述べています。今年後半から来年にかけて、主要国の中央銀行がそろって金融緩和の解除を開始した場合、世界的に緩やかな景気回復と金融緩和の併存によって形成される「適温相場」の終わりが始まる可能性があります。

株式などリスク資産の価格を支える「適温相場」の持続性に不透明感が強まれば、円高の進行や日本株の下落という事態につながる恐れもあります。ただ図表2の通り、日本と欧米の中央銀行とでは、正常化の進行ステージが異なり、これ自体が円安材料となり得ます。そのため欧米中央銀行が、極めて慎重に金融政策の正常化を進めていくことに成功すれば、市場の深刻な混乱は回避されると思われます。

- 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。
- 当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。
- 当資料の内容は、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、ご了解下さい。

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会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員