

## 緩和策“再調整”は欧州リスク資産の追い風に

欧州中央銀行（ECB）が量的緩和（QE）策を少なくとも 2018 年 9 月まで継続し、政策金利を資産購入プログラム終了後も当面低位に維持することを強調したことは、欧州主要金利及び債券利回りを低位に留める要因になると見えています。

### ECB の決定

ECBは来年に掛けて非常に緩和的な政策スタンスを維持し、引き続き欧州リスク資産の支援材料になると見えています。特に欧州社債及び周辺国国債はこの恩恵を享受し、ユーロ高による潜在的な影響を一部相殺する役割も果たすと見えています。

ECBは10月の会合で、2017年12月までは月額600億ユーロの債券購入を続け、2018年1月以降は月次購入額を300億ユーロに減らしながらも9月まで継続するとともに、その後もインフレが2%近辺に近づく持続可能な軌道に乗るまで必要に応じて債券購入を継続することを発表しました。ただしインフレが2%近辺に近づくという要件を満たしたとしても、ECBはその後もQEを徐々に縮小していくことを選択し、即座にQEを中止するという判断には至らないと予想しています。今後12か月間で、ECBによる純債券購入額は少なくとも4,000億ユーロに達すると見られ、さらに償還を迎える保有債券の再投資額は1,500億ユーロに達すると見えています。来年時点でのユーロ各国の純借入額がわずか1,500億ユーロ程度であることを踏まえれば、ECBの資産購入のフローのみならずストックも主要国金利及び周辺国のスプレッドを低位に留める要因になることが予想されます。

図 1 : ECB の資産総額及び預金金利



(注) 月次債券購入額が 2018 年 10 月から 12 月に掛けて縮小され、預金金利は一定に保たれると仮定  
(出所) Macrobond; ECB; 直近の月次データは 2017 年 9 月

### インサイト



**デビット・ライリー**  
パートナー兼  
クレジット戦略ヘッド

ECBは、来年の債券購入の資産別の内訳については特定しませんでした。足元では、月額約500億ユーロを国債、約70億ユーロを投資適格社債の購入に充て、さらに残りの約30億ユーロをカバード・ボンドの購入に充てていると見られます。ただし、ドラギECB総裁は2018年以降、月額300億ユーロの資産購入を達成するにあたり、「最大限の柔軟性」を持たせることを強調しました。さらにECBは、「相当額の」社債の購入を続けることも併せて強調しました。堅調な経済成長を背景とした企業のファンダメンタルズの改善や業績改善、継続的な社債への資金流入を背景に、ブルーベイでは欧州社債のスプレッドが今後も縮小基調になるとの見方を維持しています。

図 2. ECB の社債買入プログラムの実績及び欧州社債市場のスプレッド推移



(注) ECB の CSPP による欧州投資適格社債の純購入額が 2018 年を通して月額 50 億ユーロで保たれると仮定  
 欧州投資適格社債スプレッドは ICE BofAML Euro Corporate Index の OAS  
 (出所) ECB; Macrobond; ブルーベイの予想に基づく; データは 2017 年 10 月 26 日時点

ECB による超緩和的な金融政策スタンスにも関わらず、ユーロ圏の金融状況を引き締める要因があるとすれば、ユーロ高であると考えます。ここ最近のユーロ高の支えとなっている土台は底堅いと言えます。システミック・リスクの後退、欧州金融同盟に対する投資家の信頼感の改善、経済見通しの改善、さらに投資リターンへの好転、大幅な経常黒字がその一例です。ECB がフォワード・ガイダンスを通じて政策金利を QE 延長終了後も低位に留める姿勢を見せていることで、ユーロ圏金利が当面低位に留まることに対する投資家の信頼感が強まっていると見られます。対照的に、市場での米連邦準備理事会 (FRB) の政策金利見通しは今後引き上げられていくと見ており、特に米国において大幅減税が導入され、米国経済及びインフレ見通しが引き上げられていくなかで、金利上昇圧力は高まると見ています。ユーロ金利と米国金利の見通しの格差が拡大していくことは、ユーロ高圧力を少なくとも部分的に相殺する要因になると予想しています。

図 3. 金融政策の格差拡大&EUR/USD レートの推移



(注) 黄線は今後 2 年の欧州及び米国の予想政策金利水準の差  
 (出所) Bloomberg; Macrobond; ブルーベイの予想に基づく; データは 2017 年 10 月 26 日時点

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。