



激動の欧州2017 シリーズ⑦

変革のときを迎えた欧州
 ～財政と金融の両政策の行方に注目～

ポイント

- ・欧州の統合はさらに深化が進むか。財政政策の統合を目指す
- ・欧州の金融政策は転換点を迎えつつある

■ユーロ圏改革の機運は高まっている

欧州連合(EU)は今年3月にローマ条約(欧州連合の基本条約)調印60周年を迎え、英国離脱後いかに結束を図っていくか議論を始めている。3月に議論のたたき台となる「欧州の将来に関する白書」が公表され、5月末には単一通貨ユーロを柱とする「経済通貨統合」の深化に向けた「リフレクション・ペーパー」が公表された。ユーロ圏共通の予算や財務省の創設、ユーロ共同債などが提案され、2025年に「経済通貨統合」の完成を目指すとの目標が掲げられた。今後、統合深化がどう進むのか、EUの将来像については2019年予定の欧州議会選挙でも争点となる可能性が高く、議論の行方に注目したい。

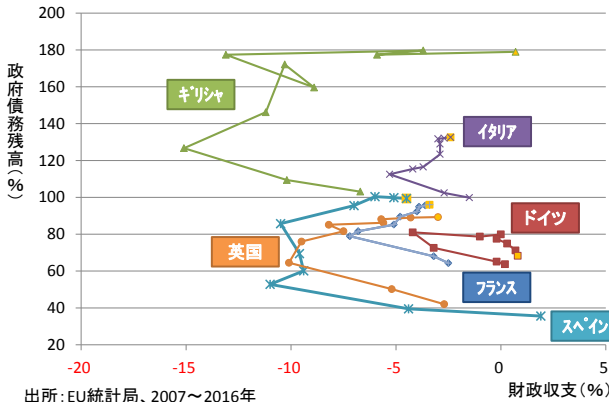
EU加盟国(現28カ国)では財政・経済状況の格差が問題視されてきた。特に、ユーロ圏には、財政赤字は名目GDP比3%以内、公的債務残高は同60%以内に収めるとのルールが定められており、景気の停滞時でも拡張的な財政政策による景気支援がままならない。むしろEU主導の緊縮策によって国内景気が冷やされ、域内不均衡が広がっているの声もある。実際、ドイツがいち早く財政黒字に転換し、失業率も3%台まで回復した一方で、フランスやスペインは未だに財政再建は進んでお

らず、失業率は10%を超える。また、ギリシャの債務問題、イタリアやポルトガルの金融機関の不良債権問題なども根強く残っている。ドイツとフランスは5月の共同声明で、域内経済の不均衡を是正するには協調の深化や経済政策の統合が必要との認識で一致したと表明した。

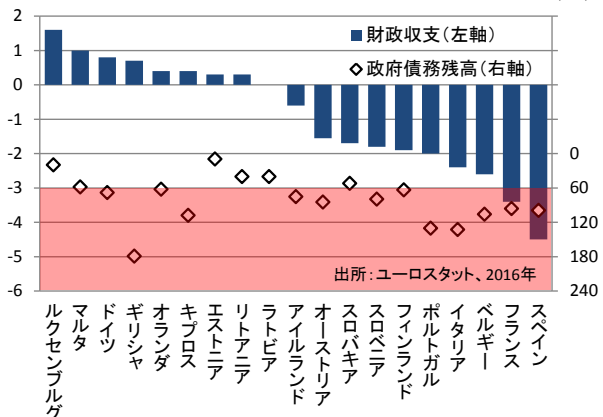
これまで、域内不均衡の是正や統合深化に向けた議論は、難民危機や英国のEU離脱でユーロ圏各国の結束が揺らぐなか停滞していた。特に、財政の統合強化やユーロ共同債についてはEU内で強い影響力を持つドイツが債務は自己責任だと主張し、南欧への財政支援につながる政策に強く反対してきたことから議論は先送りにされてきた。しかし、欧州主要国の選挙で反EUや自国通貨の復活などを主張するポピュリズム政党の失速が鮮明となったうえ、先日の首脳会談ではマクロン仏大統領の提案(ユーロ圏予算の創設など)に対し、メルケル独首相が歩み寄りの姿勢を見せたとの報道も。独仏の足並みが揃いだし議論が進むとの思惑も高まりつつあるようだ。EUは12月の首脳会議までに一定の結論を出したいとしており、ユーロ圏の財政統合に向けた議論の行方が注目されよう。

OKASAN SECURITIES CO.,LTD Global Monetary Research Dept.

欧州の財政収支と政府債務(対名目GDP比)



ユーロ圏の財政規律(対名目GDP比)



■ 金融政策は転換点を迎つつある

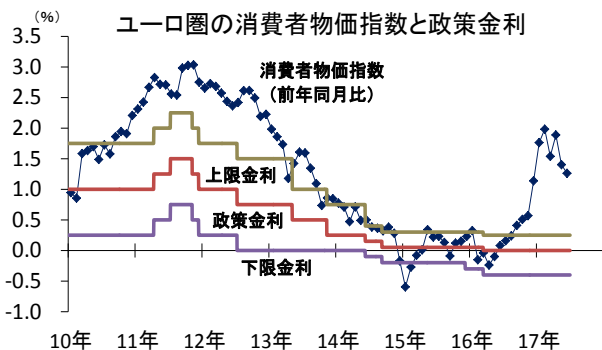
ユーロ圏のインフレ率は17年2月に欧州中央銀行(ECB)の目標を回復したものの、足元では原油価格の前年比上昇分が剥落したことでこれまでの上昇ペースは一服している。経済状況も各国間の格差が依然大きく、賃金の上昇ペースも鈍い。銀行の不良債権問題も収束しておらず、域内格差への配慮は依然必要な状況とみる。当面は緩和的な金融政策が維持される見通しだ。

とはいえ、景気回復に伴い緩やかながら金融政策の正常化に向け動き出したことは確かだろう。6月会合ではテーパリングの議論がなかったとされたことや、インフレ見通しが引き下げられたことなどから金融政策の正常化が想定よりも慎重に進められるとの見方が広がっている。ただ、景気のリスク評価は従来の下振れから中立に引き上げられ、ガイダンスも一部変更された。ECBは昨年12月に資産買入れ縮小を発表して以降、慎重に異例の金融緩和の解除に向け地ならしを進めている。景気面だけをみれば、金融政策の正常化に向けた議論が進んでもおかしくないだろう。ドラギECB総裁も金融緩和縮小について慎重な姿勢を崩していないが、先日の講演では政策手段の調整は可能と発言している。金融緩和縮小の思惑は根強く残ろう。今後の見通しとしては、年後半に資産買入れの縮小を発表、来年中に段階的にゼロまで減らしていき、来年後半にはマイナス金利幅の縮小に取り掛かるとみている。欧州の長期金利もある程度は抑えられようが、徐々に上がり始めるだろう。

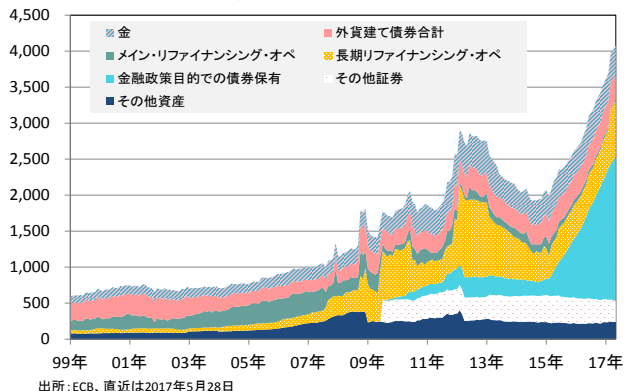
今年予定される会合はあと7、9、10、12月。次の焦点は、新たな見通しが発表される9月の定例理事会とみているが、そこでECBが資産買入れの延長、もしくは段階的縮小を発表するか注目したい。なお、これまでのECBの金融政策は以下の通り。

- 2014年6月 利下げ、マイナス金利政策導入
- 2015年1月 量的緩和政策導入(月600億ユーロ)
- 12月 量的緩和の期限を17年3月に延長
- 2016年3月 資産購入額拡大(600→800億ユーロ)
- 12月 17年4月から資産購入額を縮小(800→600億ユーロ)
- 量的緩和の期限を12月まで延長
- 2017年6月 政策金利の先行きを「中立」に
- 成長率見通しを上方修正
- 物価見通しを下方修正

他方、スウェーデンやハンガリーなどその他EU諸国については、現行の緩和的な金融政策を当面維持する方針のようだ。ただ、先々、ECBに対する資産買入れのさらなる縮小や利上げなど正常化の動きが意識されれば、各国中銀の政策の思惑にも波及する可能性があるだろう。



(百万ユーロ) 欧州中央銀行(ECB)バランスシートの内訳



重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,240円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,240円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,480円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.242%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.242%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.35%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。

※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。

株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。

債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.08%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.78%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.2312%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.242%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 平成49年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されません。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法(以下、「取引所法」)に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家だけに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2017年7月改定)