

# 投資環境の見通し

2016年 **10**月号

## 今月の注目点

# 日銀の長短金利操作付きQQE

### 金融政策は「持久戦型」に移行

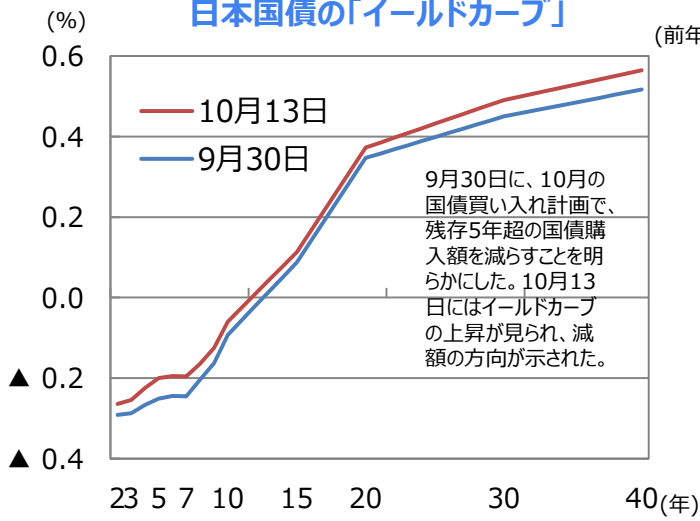
日銀は、9月21日の金融政策決定会合で、新しい金融政策の枠組みとして「長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE)」の導入を決定した。新しい金融政策の枠組みは、「長短金利操作＝イールドカーブ・コントロール」と「オーバーシュート型コミットメント」の二つの柱からなっている。

ベースという「量」から「長短金利」に移った。日銀は当面、概ね現状程度のペースでバランスシートを拡大していく方針を示唆しているものの、80兆円も国債を買わなくても10年国債利回りはゼロ近辺で安定するとみられ、日銀の国債購入額は年間ではやや減少する可能性が小さい。黒田総裁も会合後の記者会見で、長短金利の安定を図る中、国債購入額は「増減しうる」ことを明言した。80兆円のマネタリーベース増加もあくまで「目安」である。

### マネタリーベースの増加は「目安」に

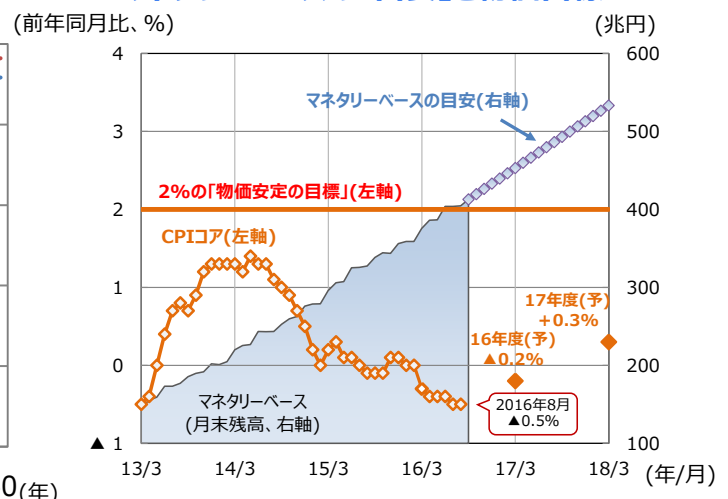
第一の柱である「イールドカーブ・コントロール」の導入により、金融政策運営の軸が、マネタリー

日本国債の「イールドカーブ」



(注) データは2016年10月13日時点。10年から15年、15年から20年、20年から30年、30年から40年の間の利回りは期間按分にて算出。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

マネタリーベースの「目安」と物価目標



(注) データ期間は2013年3月から2018年3月。CPIコアは16年8月まで。マネタリーベースは16年7月まで。16年8月以降のマネタリーベースは年間80兆円のペースで増加するとして計算。CPIコアの16年度、17年度は三井住友アセットマネジメント予想。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 日銀の長短金利操作付きQQE

## バランスシートの拡張は長期化へ

一方で、「消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%を上回るまでマネタリーベースの拡大方針を継続する」という「オーバーシュート型コミットメント」を導入した。経済が比較的好調な米国や豪州でも今なおインフレ率が2%を下回っており、インフレ率が2%を超えて安定するようになるまでには、相当の時間がかかることも考えられる。このため、国債の購入とそれに伴う日銀のバランスシートの拡張期間はかなり長くなる見通しとなった。

## 今回は従来程度の金融緩和の継続だが「ポリシーミックス」の視点が重要

二つの柱を組み合わせた場合、長方形に例えれば高さ(年あたりの国債購入額)はやや低く(若干減額)することを許容する代わりに、底辺(継続期間)を長くすることを約束することで政策の持続性を図っており、このため全体の面積(緩和の「総量」)はなお大きい、という形になったと言える。今回のフレームワーク変更は、日銀の金融政策が基本的には持久戦型に移行したことを意味している。全体としてみると、従来程度の金融緩和を継続、ないし若干緩和度合いを強めた程度、と評価される。

但し、今回の「長短金利操作付きQQE」の導入を評価するにあたっては、金融政策単独ではなく、財政政策と組み合わせた「ポリシーミックス」の視点から考えることも重要であろう。

## これまでは緊縮財政下での金融緩和

今年初めまでの日本の政策をみると、緊縮気味の財政政策の下で金融緩和を進める、というポリシーミックスになっていた。金融緩和は為替を直接狙ったものではないとはいえ、デフレ脱却を図る上で円安が重要な要素となっていたためである。

## 拡張的な財政政策へ転換した安倍政権

しかし、昨年後半以降、中国、米国が通貨安ないしは通貨高を回避する政策に転じたことで、円が反発する展開となっている。また、今年2月のG20以降、主要国の政策の方向性としても、金融政策だけではなく、財政政策や構造政策を含めて「政策を総動員」する方向に転換することが打ち出されてきた。

こうした中で、安倍政権も消費増税を延期すると共に、補正予算を編成、財政政策面からも景気をサポートする姿勢(拡張的な財政政策)に転じた。

## 財政政策との相乗効果に注目

今回、日銀が導入した「長短金利操作付きQQE」の下では、財政面から景気が刺激されても、長期金利や通貨が上昇しないよう(「クレンジングアウト」を起こさないよう)金融を緩和することになる。これは財政拡張・金融緩和のポリシーミックスを意味する。金融政策は単独では主役の座を降りたものの、なおデフレ脱却に向けた政策の重要な一翼を担っており、財政政策との組み合わせでみれば、かなりのリフレ効果を発揮することもあり得る。今後海外投資家を含めて、金融市場はその点に注目していくことになろう。

今後、米景気の堅調持続によりドル高になったり商品市況が反発すれば日銀は国債購入を通じて長期金利の上昇を抑えつつ、財政政策との相乗効果を見守ることになろう。一方、海外でデフレ的ショックが発生、円高や長期金利低下の動きが強まった場合、日銀はマイナス金利「深掘り」や、長期金利操作目標の引き下げによって円高圧力に対抗し、安倍政権が財政面からの対応を追加するまでの時間をつくるという対応になると予想される。

(吉川チーフマクロストラテジスト)

(注) イールドカーブ・コントロール：10年国債の利回りが概ねゼロ%程度で推移するように誘導すること。

オーバーシュート型コミットメント：物価上昇率が一時的に目標の2%を上回ってもすぐには緩和政策をやめず、安定的に2%超になる(オーバーシュート)まで続けることを約束(コミットメント)すること。

## 世界経済は緩やかながら回復傾向

主要国の経済については強いデータ、弱いデータがミックスして出てくる状態ではあるが、全体として回復傾向は持続できるとみている。世界経済の成長率は2016年に2.8%、となった後、来年2017年は3.1%と小幅ながら成長率は加速すると予測する。

## 世界経済を楽観視する三つの理由

世界経済について楽観視する第一の理由は、英国のEU離脱問題(Brexit)の影響が限定的となりそうなことである。二つ目の理由として、主要国の財政金融政策が景気をサポートする方向に動いている。さらに三つ目のファクターとして、新興国の一部に立ち直りの兆候が見られ始めたこともあげられよう。

## 新興国の成長率が徐々に高まる

新興国と先進国の成長率格差は2015年まで縮小傾向にあったが、2016年に入りボトムを打ちつつある模様である。中国情勢を注意深く見守る必要があるものの、来年に向けては新興国の成長率が徐々に高まる方向が見込まれる。

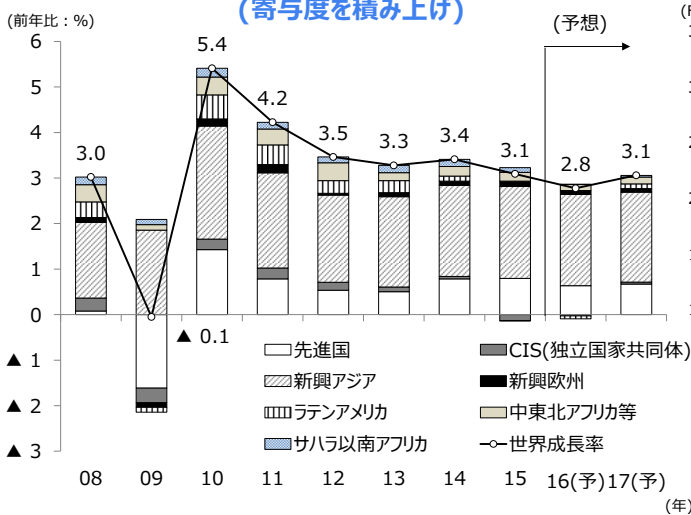
## 米利上げは大統領選後の12月の可能性

米国では9月21日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で米連邦準備制度理事会(FRB)は利上げを見送った。政策金利引き上げのタイミングは「データ次第」の状況が続くが、イエレン議長の記者会見の内容等から判断して、米経済が現状程度の改善を続けられれば、大統領選後の12月には0.25%の利上げが行われる可能性が大きい。

## 利上げは超スローペースに

しかし、投資環境を考える上で、より重要なのは2017年以降の利上げペース。FOMC後FRBが発表した資料をみると、委員の大勢が来年の利上げは年2回程度にとどまると予想している。これは、①米国が利上げを急ぐとドルが上昇しすぎてしまうこと、②米国の潜在成長率自体が下がっている可能性が高まっていること、の2点がFRBの慎重なスタンスの背景だろう。利上げといっても超スローペースといえる。これは世界的には長期金利は低水準となり、利回り追求型の投資環境が続く公算が大きいことを示唆している。

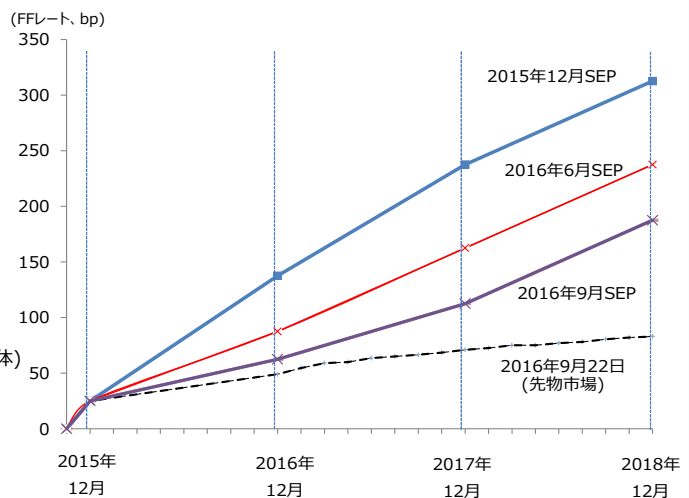
各地域の成長率の推移と予想  
(寄与度を積み上げ)



(注) データ期間は2008年～2017年。2016年以降は三井住友アセットマネジメント予想。地域区分は、IMFを参考に三井住友アセットマネジメントにて分類。

(出所) 各国・地域データを基に三井住友アセットマネジメント作成

FRBの政策金利 (FFレートの見通し)



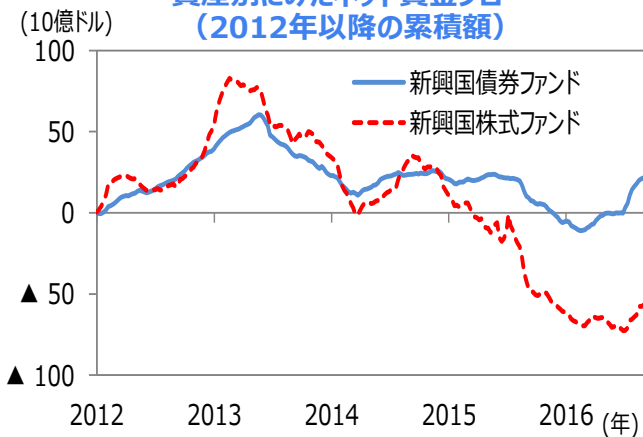
(注) データ期間は2015年12月～2018年12月。SEPは Summary of Economic Projections (経済予測の要約)の略。米連邦公開市場委員会の参加メンバー(現状17名)による各年末の政策金利予測の中央値。(出所) FRBのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## アジア中心に新興国の資金流入が続く

利回り追求型の投資環境が続く中、新興国の経済に回復の兆候があることから、高金利通貨に加えて、新興国への資金流入が続く可能性が高まってきた。今後米国が利上げに動く局面で一時的な調整はありうるものの、米国の利上げが非常にスローなものになることに加え、2014年半ば～2016年初めにかけての資金流出で海外投資家のポジション調整も進んでいるとみられるためである。

新興国の中でも、インフレ率が低く、かつ通貨が上昇傾向にある国は、金融緩和によって国内景気を刺激することが可能である。また経常収支や対外ポジション(対外純資産・負債)も安定性を評価する上で重要な要素となる。これらに、政治的な安定性も考慮して個別に評価していくことが重要であるが、地域別にみるとアジア地域に経済ファンダメンタルズが良好な国が多くみられる。

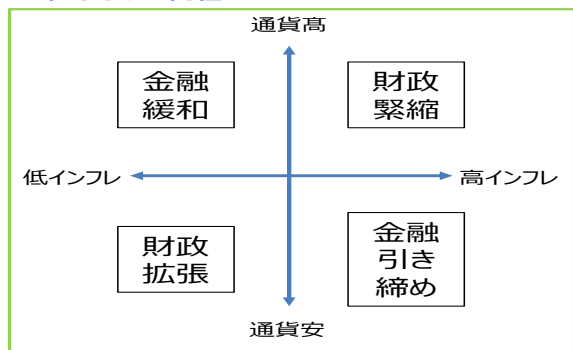
資産別にみたネット資金フロー  
(2012年以降の累積額)



(注) データ期間は2012年1月～2016年9月。

(出所) EPFRグローバルのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 政策対応の方向性



## 注目される主要国・地域の経済動向

米国・・・強弱のデータが出ているものの、全体としては消費を中心に2%程度の成長軌道にあると判断される。

中国・・・民間企業の過剰能力の削減が引き続き投資を抑制するとみられるものの、政府が国営企業の投資や財政支出でそれを埋めて景気の腰折れを防ぐ姿勢をとっており、当面は大崩れはないと予想される。

ユーロ圏・・・Brexitの悪影響を財政で埋めて1%程度の成長を維持するとみられるが、インフレ率が低くECBが量的緩和を延長するとみられるため、ユーロはなおやや軟調と予想される。

日本・・・設備投資、生産、雇用などは緩やかに増加しており、これに公共投資も加わるため、緩やかな成長を続けることは可能。但し、最大の問題は円高であり、追加緩和の可能性は残る。米大統領選挙を通過し、円高リスクが収まると日本経済の評価は改善する可能性がある。

当面最大のリスク要因は米大統領選。トランプ氏が当選した場合、市場は一時的にリスク回避姿勢を強めよう。

## 物価と通貨の動向による主要新興国のグループ分け

		デフレ基調 1%未満	低インフレ1% 以上3%未 満またはター ゲット下限付 近	インフレ基調 ターゲット上限 付近	インフレーター ターゲット上限 振れ
通貨高 (対ドル)	年初来 +3%以上	台湾 韓国 タイ ハンガリー チェコ	マレーシア インドネシア	チリ 南アフリカ	コロンビア ブラジル ロシア
	年初来 +3%未満	ポーランド		インド	
通貨安 (対ドル)	年初来 ▲3%未満		フィリピン	ペルー	トルコ
	年初来 ▲3%以上		中国 メキシコ		

(出所) 各国中銀、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成



## <株式市場>

当面上値は重いが、業績の伸びに沿ってレンジを切り上げる展開へ

- ・大統領選挙を控え上値の重い、高値もみ合いの展開が想定される。その後は企業業績の底打ちと来年の増益転換を支えにレンジを切り上げる見込み。PERの拡大余地は限定的だが、利上げペースが緩やかなこと、海外主要中銀の金融緩和政策が持続されることで金利は低位で安定する見込み。金利対比での割高感はないと考える。

## <債券市場>

イールド・ハントが追い風

- ・社債  
景気のパフォーマンスは強くないが、ドル高・原油安といった外部環境の影響が落ち着きはじめ、業績の好転が追い風となろう。
- ・ハイ・イールド債  
外部環境の落ち着きと金利水準の高さから資金流入は続く。

NYダウと米国10年国債利回りの推移



（注1）データ期間は2000年1月～2016年9月。月末値。網掛けは金利上昇局面。

（注2）予想EPSはNYダウベース。Bloombergの予想。

（出所）Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

国債、社債利回りの推移



（注1）データ期間は2008年1月2日～2016年9月30日。

（注2）ハイ・イールド債：US High Yield BB-B Index、投資適格社債：US Corp Master Index。

（出所）BofAM、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。

上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。

将来予告なく変更される場合があります。

作成基準日：2016年10月13日

## ＜株式市場＞

### ボックス圏で推移する見通し

- ・欧州景気は緩慢なペースでの拡大が続くが、来年に向けてやや減速傾向に。企業業績の回復もやや遅延する見通しで、欧州株式はボックス圏で推移する見通し。
- ・BOEやECBの金融緩和はバリュエーションの下支え要因だが、政策効果には限界も見える。

## ＜債券市場＞

### 年末にかけて堅調な展開

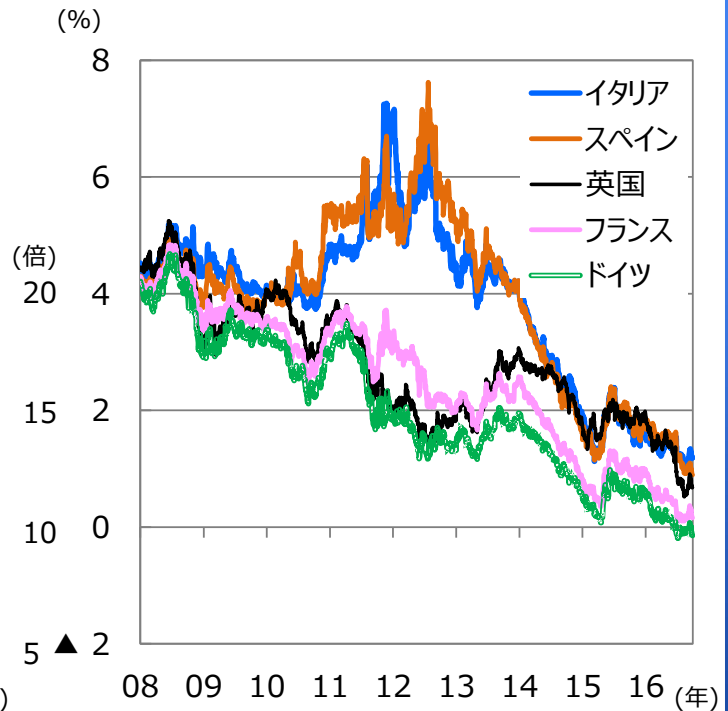
- ・BOE、ECBともに金融緩和策を強化する見通し。年末に向け追加緩和の可能性が高く、堅調な展開を予想。

ユーロ・ストックと予想PERの推移



(注1) データ期間は2010年1月4日～2016年9月30日。  
 (注2) 予想PERはBloomberg予想。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセット  
 マネジメント作成

欧州主要国の10年国債利回りの推移



(注) データ期間は2008年1月2日～2016年9月30日。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセット  
 マネジメント作成

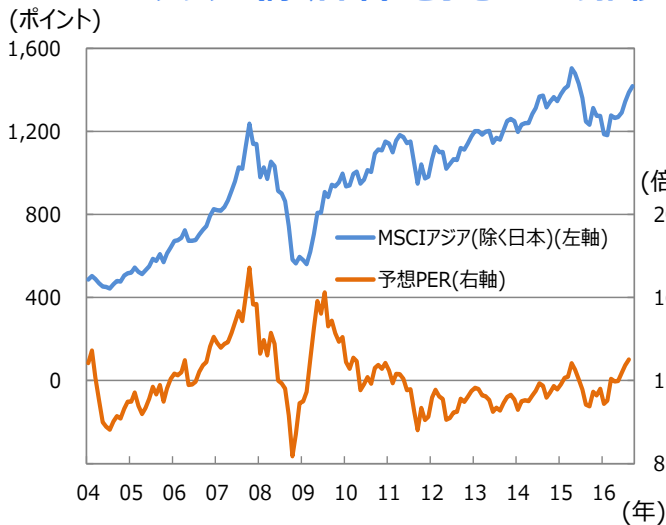
## <株式市場>

- ・米国の利上げ観測の後退から株価は堅調。バリュエーション（PER）が過去の平均をやや上回っており足元では上値が抑えられているが、急速な通貨安リスクは一段と後退しており、アジア株式市場は堅調に推移すると見込まれる。
- ・インドネシア、フィリピンなどASEAN新興国では、景気の見通しが改善してきており、アジア株式市場は底堅く推移する見通し。

## <債券市場>

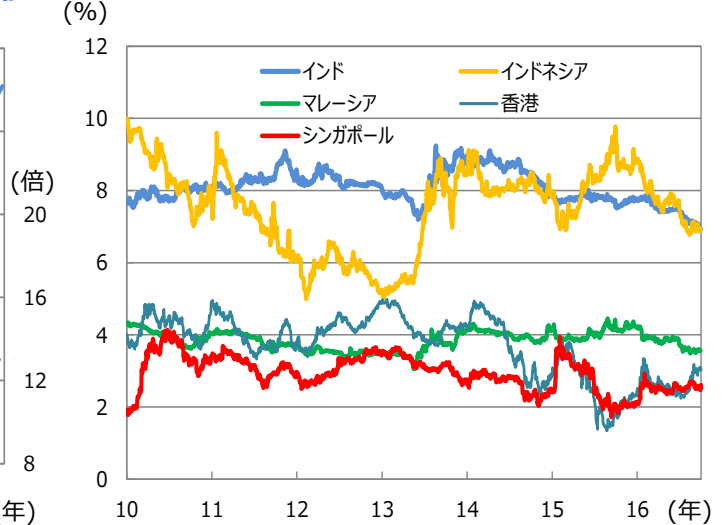
- ・米利上げは緩慢に進む見通しであり、資金流出への懸念が後退する等、外部環境は落ち着きを取り戻しつつある。急激な通貨安リスクが後退する中、相対的に高い利回りから投資マネーの流入が続こう。

MSCIアジア（除く日本）と予想PERの推移



- (注1) データ期間は2004年1月～2016年9月。予想PERは2016年8月まで。MSCIアジア(除く日本)は9月30日。  
 (注2) MSCIアジア(除く日本)はAC Asia ex Japan(配当込み、現地通貨ベース)。  
 (出所) FactSetのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

アジア主要国・地域の10年国債利回りの推移



- (注) データ期間は2010年1月1日～2016年9月30日。  
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## <株式市場>

### 業績モメンタムの改善を織り込む展開へ

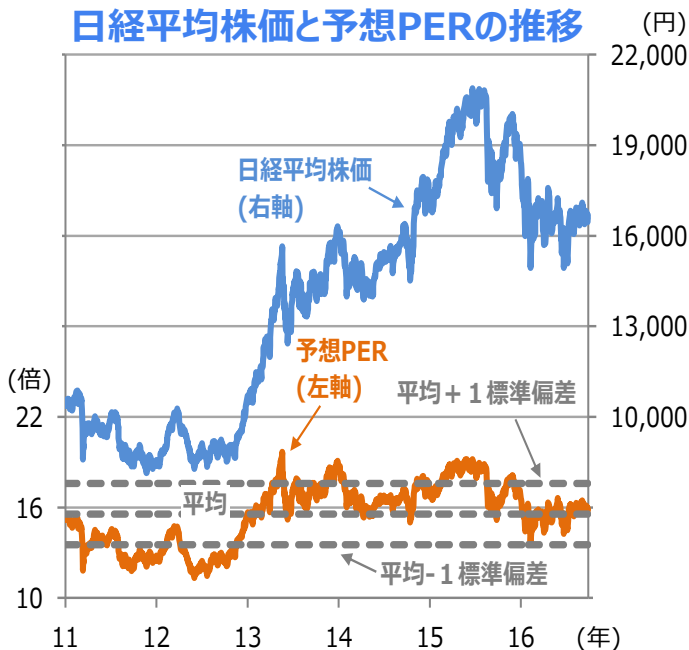
- ・世界景気は米国及び新興国を中心に緩やかな回復が継続する見通し。国内景気は、円高進行が足かせとなる一方、今秋の大規模予算編成や予算執行の前倒しを受け、来年にかけて緩やかな回復を見込む。
- ・16年度の企業業績は減益となる見通し。その後は米国大統領選挙後の円高リスクの後退や来年に向けた業績のモメンタムの改善から、株価は戻りを試す展開へ。

## <債券市場>

### 低位で安定した展開が継続

- ・緩和期待が残っていること、物価水準が低位であることから長期金利は低水準で推移する見通し。但し、長短金利操作付きQQEにより金利低下は限定される見通し。

### 日経平均株価と予想PERの推移



(注1) データ期間は2011年1月4日～2016年9月30日。

(注2) 予想PERはBloomberg予想。予想PERの平均値の計算期間は2011年1月4日～2016年8月31日。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

### 10年国債利回りの推移



(注) データ期間は2008年1月2日～2016年9月30日。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成



## <円/米ドルレート>

・米のドル高回避姿勢、日銀の金融政策の修正等から短期では円高リスクが残る。但し、金利差や購買力平価からみて、現状からさらなる大幅円高が定着するリスクは限定的と思われる。

## <円/ユーロレート>

・英国のEU離脱選択の影響をECBがどう評価するかに注目したい。低インフレを背景にECBが追加緩和を行う可能性は大きく、ユーロは軟調に推移すると予想される。

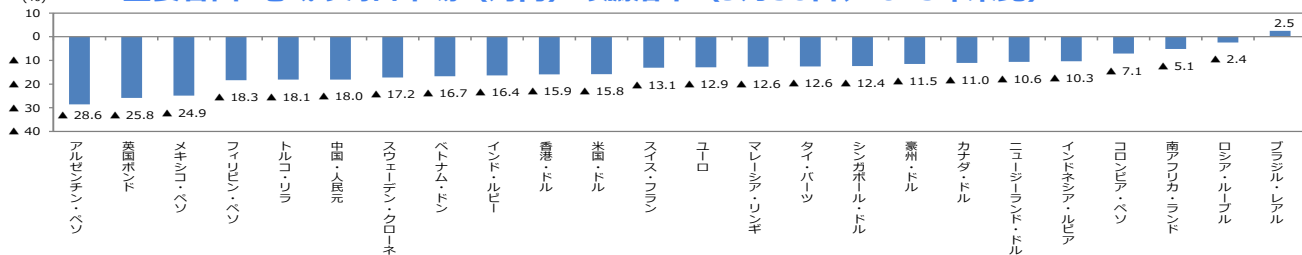
## <円/ポンドレート>

・BOEは年内に追加緩和策に踏み切る可能性がある。英国のEU離脱選択に伴う不透明感から、ポンドは下落圧力を受けやすい地合いが続こう。

## <円/豪ドルレート>

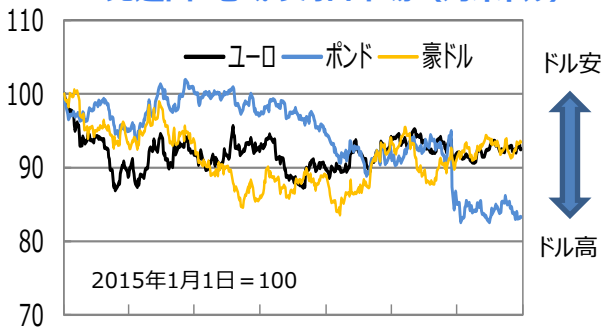
・豪州の追加利下げが懸念材料だが、世界的な低金利、景気回復継続、原油以外の資源輸出価格の堅調などが豪ドルにプラス。レンジでの底堅い推移を見込む。

主要各国・地域の為替市場（対円）の騰落率（9月30日、2015年末比）

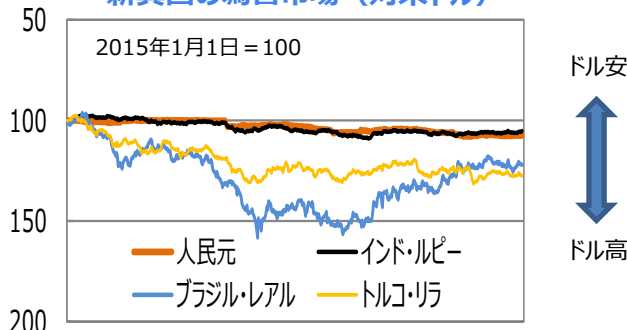


## <為替市場 対ドル及び対円比較>

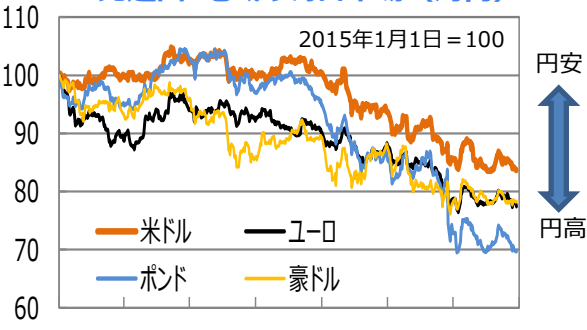
(ポイント) 先進国・地域の為替市場（対米ドル）



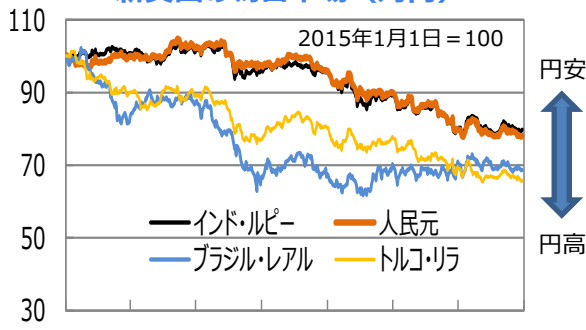
(ポイント) 新興国の為替市場（対米ドル）



(ポイント) 先進国・地域の為替市場（対円）



(ポイント) 新興国の為替市場（対円）



(注) データ期間は2015年1月1日～2016年9月30日。(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

# <重要な注意事項>

## 【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

### ●リスクについて

投資一任契約に基づき投資する又は投資顧問契約に基づき助言を行う金融商品・金融派生商品は、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により損失が生じるおそれがあります。

投資する有価証券等の価格変動リスク又は発行体等の信用リスク、金利や金融市場の変動リスク、十分な流動性の下で取引を行うことができない流動性リスク等（外貨建て資産に投資する場合は為替変動リスク等）があります。これにより運用収益が変動しますので、当初投資元本を割り込むことがあります。

受託資産の運用に関して信用取引または先物・オプション取引（以下デリバティブ取引等）を利用する場合、デリバティブ取引等の額は委託証拠金その他の保証金（以下委託証拠金等）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が発生する可能性があります。

委託証拠金等の額や計算方法は多様な取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率を表示することはできません。

### ●手数料等について

#### 1. 投資顧問報酬

投資顧問契約又は投資一任契約に係る報酬として、契約資産額（投資顧問報酬の計算に使用する基準額）に対してあらかじめ定められた料率\*を乗じた金額を上限とした固定報酬をご負担いただきます。

\*上記料率は、お客さまとの契約内容及び運用状況等により異なりますので、あらかじめ記載することができません。契約資産額・計算方法の詳細は、お客様との協議により別途定めます。また、契約内容によっては上記固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合もあります。

#### 2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1) 受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

(2) 投資一任契約に基づき投資信託を組み入れる場合、受託資産でご負担いただくものとして信託財産留保額等、並びに信託財産から控除されるものとして信託報酬及び信託事務の諸費用\*等

(3) 投資一任契約に基づき外国籍投資信託を組み入れる場合、信託財産から控除されるものとして外国運用会社に対する運用報酬・成功報酬、投資信託管理・保管会社に対する管理・保管手数料、トラステイ報酬、監査費用及びその他投資信託運営費用等

※投資一任契約資産に投資信託を組み入れる場合、若しくは組み入れることを前提とする投資信託の場合の諸費用には、投資信託の監査費用を含みます。

これらの手数料等は、取引内容等により金額が決定し、その発生若しくは請求の都度費用として認識されるため、又は運用状況等により変動するため、その上限額及び計算方法を記載することができません。

#### 3. その他

上記投資顧問報酬及びその他の手数料等の合計額、その上限額及び計算方法等は、上記同様の理由により、あらかじめ表示することはできません。

《ご注意》上記のリスクや手数料等は、契約内容及び運用状況等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面によりご確認下さい。

## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、投資信託に組み入れられる有価証券の値動き等（外貨建資産には為替変動もあります。）の影響により上下します。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。運用の結果として投資信託に生じた利益および損失は、すべて受益者に帰属します。したがって、投資信託は預貯金とは異なり、投資元本が保証されているものではなく、一定の投資成果を保証するものでもありません。

### ●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

◆直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限3.78%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.08%（税込）

・・・信託財産留保額 上限3.50%

◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年 3.834%（税込）

◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引等に要する費用（それらにかかる消費税等相当額を含みます。）、および外国における資産の保管

等に要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託

証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。こ

れらの費用等に関しましては、その時々取引内容等により金額が決定し、運用の状況により変化するため、予めその上限額、計算方法等を具体的には記載

できません。

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由により予め具体的に記載することはでき

ません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友アセットマネジメントが運用するすべての投資信託（基準日現在において有価証券届出書を提出済みの未設定の投資信託を含みます。）における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれ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、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等を必ずご覧ください。

●投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。

●投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱い等により、換金等ができないことがありますのでご注意ください。

[2016年4月1日現在]

- 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す。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は、不特定多数のお客さまへの配布を目的としたものではなく、配布された特定のお客さまのご使用のみを目的としております。したがって、当資料がお客さま以外に流出することがないように十分ご注意ください。
- 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。

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  
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