

2019年9月12日

賛否両論ある中で、欧州中央銀行(ECB)は包括的な政策パッケージを公表

ユルゲン・オデニウス, PhD, プリンシパル/エコノミック・カウンセラー, マクロエコノミック・チーム

9月12日(木)に開催された欧州中央銀行(ECB)の理事会において、包括的な緩和政策が発表された。この政策パッケージには、すでにマイナス金利となっている主要政策金利の更なる引き下げ、資産買入れの再開などの措置が盛り込まれている。月額 200 億ユーロの資産買入れ規模は比較的小さいことから、本件に関して深刻な意見の対立、および理事会(GC)においてタカ派からの強い反対意見があったと推察される。大方の予想通り、ECB はインフレ予測と成長予測を下方修正したが、成長予測は依然として楽観的であるように思われる。今後の経済成長が期待外れの結果になれば、おそらく 12 月にはもう一段の預金金利引き下げがあるかもしれない。今回の政策パッケージに対する市場の反応は盛り上がりを欠いている。

政策手段は包括的だが、資産買入れ規模は市場の期待を下回った

- 中銀預金金利をさらに 10bps 引き下げ、マイナス 50 bps とした。
- 銀行システム、特に豊富な流動性資金を持つ北欧の銀行に対する負の影響を相殺するために、金利階層化システムを導入。マイナス金利の適用を免除された預金については、ゼロ金利での預け入れを認める。
- 同時に、流動性が逼迫している南欧の銀行を対象とした TLTRO III の融資条件も一段と緩和。特に、TLTRO II と同様に、貸付期間を 1 年から 3 年に延長し、貸付金利も実質 10 bps 引き下げ。
- 資産買入れは 11 月より月間 200 億ユーロのペースで開始、事実上無期限で買入れ。量的緩和は、金融緩和政策を維持するために必要な限り継続され、次に利上げに転じるタイミングの前に終了する見込み。いずれにせよ、量的緩和に期限を設けない一方で、規模を比較的限制することがタカ派との妥協案であり、原則として、より力強く景気が回復した際には買入れプログラムを小規模かつ短期で終了させることが可能となっている。また、買入れ対象資産についてはこれまで具体性に乏しかったが、ドラギ総裁は記者会見において、ECB は以前の量的緩和実施時と同等の資産クラス(すなわち、銀行債務は除外)を概ね買入れることを示唆した。
- 重要なことは、フォワード・ガイダンスがもはや期限の制約を受けず、状況に応じて無期限に継続されるものとしたことであり、インフレ見通しが ECB の目標である 2% 近くに向かって「確実に上昇する」まで、政策金利は現在と同等あるいは現在よりも低い水準にとどまる。この政策変更によって、期待される金利水準がしっかりと固定され、ECB が目標達成に向け、必要に応じて長期にわたり資産買入れを行うことが可能となった。

理事会の投票結果は満場一致ではなかったものの、大多数が資産買入れ再開を支持。ドラギ総裁は、資産買入れ以外の方策に対して予想以上の賛成票があったことを明らかにしている。しかしながら、資産買入れ策に対する支持は、正式な投票が不要なほど圧倒的多数を占めた。とは言え、タカ派による声高な反対意見だけが目を引いたという訳ではなく、反対票を投じた国の生産量と人口はユーロ圏の約半分を占めていると伝えられている。報道によれば、フランスはドイツ、オランダ、エストニアとともに資産買入れに反対意見であり、フランスとドイツの中央銀行総裁に加え、両国の理事会メンバーも資産買入れに反対票を投じたようだ。これにより、今回の資産買入れの判断は、ECB の歴史上、最も議論が交わされた結果の一つに数えられることになろう。

インフレ予測は大幅に下方修正されたが、成長予測は依然として過度に楽観的であるように見受けられる。今年の平均総合インフレ率は 1.2%(1.3%から低下)と予想され、2020 年の見通しは 1.0%にとどまり、前回予測値の 1.4%を大幅に下回る見込みである。2021 年までにインフレ率は 1.5%まで再加速する見込みだが、それでも ECB の実際の目標をはるかに下回っている。一方、実質成長率の見通しは、今年は 1.1%、来年は 1.2%と小幅な下方修正にとどまり、ECB の前回見通しをわずかに 0.2 パーcentage・ポイント下回るものであった。しかし、このシナリオは英国の EU からの強硬離脱や貿易紛争の大幅な悪化を織り込んでいないことをドラギ総裁は認めている。いずれも重大なリスクをもたらすもので、ECB の成長見通しは下方バイアスを孕んでいる。これに反して、来年の経済成長率は 0.8%と低調に推移すると我々は予想している。

これまでの記者会見と同様に、ドラギ総裁は ECB が為替操作をしているというトランプ大統領からの批判を受け流した。ECB による政策パッケージの発表直後にユーロは下落したものの、表面上はトランプ大統領のツイートを受けたような格好で、その後は完全に反転した。全体的には、今回の政策パッケージ発表後の市場の反応は盛り上がりに欠けるものだった。

留意事項1

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2019年9月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社であるPGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンのPGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京のPGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールのPGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはおお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。投資資金にはリスクが伴い、資産額は上下する可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用してことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのおお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、プロの投資家または適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。

© 2019 PFI and its related entities.

2019-4451

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Broad-Based ECB Policy Package Amidst Deep Divisions"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびブロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ201909191051