

広範囲にわたる緩和政策の準備を進める欧州中央銀行(ECB)

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

7月25日(木)に開催された欧州中央銀行(ECB)の理事会(GC)は、広範囲な緩和政策の実施を期待する人々にとって、期待を裏切る内容ではなかった。2019年9月の始動が予想される一連の緩和政策に向けて、ECB理事会ではいくつかの大きな進展が見られた。GCは、緩和バイアスを正式に採用しただけでなく、金利の階層化システムの設計、資産買入れ規模と資産構成の選択など、広範な政策オプションを検討するよう委員会に指示した。つまり、9月に金利の階層化システム導入とともに第一弾の金利引き下げが行われることは、ほぼ既定の道筋となったのだ。今や資産買入れ再開の可能性も高いと見られる中、景気減速の程度やGCにおけるコンセンサス形成スピード次第ではあるが、買入れ開始は12月ということになるのかもしれない。

ECBは9月にインフレ予想を下方修正する可能性が高い。長引く貿易戦争や地政学的な不確実性は、それ自体が「リスクの顕在化」であると見なされ、今後の見通しに大きな影響を与えている。GCの声明はこれらの懸念を織り込みつつ、実際のインフレ率および予想インフレ率の両方について「目標とする水準を持続的に下回っている」と言及している。

これに関連して、経済成長見通しの転換期が近いと見られ、大幅に下方修正される可能性が高い。サービス、建設セクター、および労働市場は、減速しつつも堅調に推移する一方で、製造セクターは特にドイツやイタリアを中心に打撃を受けており、ドラギ大統領はこうした相反する経済パフォーマンスを繰り返し指摘している。ECBによる6月のマクロ予想は下半期の景気回復を前提としたものであったが、このような回復は極めて期待薄となっていることをドラギ大統領は認めている。こうした背景により、ECBは2020年の成長予測を1.4%から1%程度に大幅に下方修正すると我々は予想している。

市場コンセンサスの一方で、来年の成長率は0.8%まで減速すると我々は予想している。なお、この予想は、追加的な金融緩和政策はその規模が大きくなるにつれ、実体経済の押し上げ効果は減滅していく可能性が高いという考え方を前提としている。

追加的な緩和政策を実施するという決意を明らかにすべく、今回もまた理事会はあらゆる手段を講じた。GCの声明には、ECBの「インフレ目標に関する対称的なコミットメント」に関する新しい文言が盛り込まれたが、この文言はつまり、目標を上回るインフレ率に対してECBが積極的な対応を行うのと同様に、(目標を下回る)低いインフレ率に対しても積極的に対処するという決意を示すものである。

これまでに何度も見られたことでほとんど恒例と化しているが、今回もドラギ大統領は市場の期待を見事に上回ってみせた。予想通りECBは正式に緩和バイアスを採用したが、これはつまり9月に中銀預金金利(-40bps)を引き下げを事前に知らしめたも同然であることを意味している。我々は10bpsの利下げを見込んでいたが、12月にはさらなる利下げが実施される可能性がある。

逆に、広範囲にわたる緩和政策が明示されることを期待していた人々にとって、GCの声明はむしろ期待に沿った内容であった。GCは、広範な政策オプションを検討するよう委員会に指示した。具体的に言えば、これにはフォワード・ガイダンスの強化、準備預金に対して金利の階層化システムを導入することにより金利引下げが銀行セクターの収益性に及ぼすマイナスの影響を緩和する方法、「資産買入れ規模と資産構成の選択」などが含まれる。政策パッケージの構成は今後策定される予定だが、9月に実施される第一弾の利下げとともに金利の階層化システムも導入されると我々は考えている。さらに重要なことは、資産買入れが再開される可能性が大幅に高まっていることである。

資産買入れの再開が決定されるタイミングは、景気減速の程度、およびドラギ大統領がGCにおいてどの程度迅速に十分なコンセンサスを構築できるかということに大きく依存している。記者会見の様子からは、まだ十分なコンセンサスが得られていないことが示唆された。GCのコンセンサス形成に関する質問はいくぶん避けられている感があり、さらなる作業が必要であることが伺える。しかし、9月にマクロ予測が下方修正され、景気が引き続き低調に推移するようならば、次第にコンセンサスが形成される可能性が高い。

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が再燃するのではないかとこの質問は、巧みに受け流された。トランプ大統領による最近の批判について質問されると、ドラギ大統領は驚いた様子で自分は何も知らないと主張した上で、記者団(ひいてはトランプ大統領)に対し、改めてECBのインフレ目標、および政策決定者は為替操作を慎まなければならないという国際的なコンセンサスがあることについて言及することとなった。

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 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7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 インクおよびブルデンシャル・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。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブ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、ブルデンシャル・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たことにより(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おりません。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の監督下であり(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.

2019-3604

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 Easing Package in the Works"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
PGIMJ201908010834