

# Pictet Market Flash

## ECBには逆らうな：追加金融緩和策詳細レビュー

3月10日にECBが発表した新しい包括的な政策パッケージが好感され、市場はいったんユーロ安となったものの、その後のドラギ総裁の発言や、ECBスタッフの慎重なインフレ予測などを受けてユーロ高に向かい、市場の変動は大きくなっています。当レポートでは、追加金融緩和策の内容を検証し、ECBの真意を読み解きます。

### ECB、市場の予想を超える包括的な政策パッケージを発表

2016年3月10日、欧州中央銀行(ECB)政策理事会は、市場の事前予想を遥かに超える包括的な政策パッケージを決定しました。中銀預金金利の0.10%の引き下げが予想通りだった以外は、リファイナンス金利の引き下げや、資産買入額の増額、金融機関を除く投資適格社債の買入対象資産への組入れ、新規長期性資金供給オペ(TLTRO II)の導入等、いずれも、市場予想以上の内容でした(図表1参照)。

ECBの発表を好感し、ユーロはいったん下落しましたが、ドラギ総裁の、「現時点では、これ以上の利下げは想定していない」との発言を受け、ユーロは上昇に転じました。また、2018年のHICP予想が前年比+1.6%と目標を大きく下回ったことに加え、ECBスタッフ予測が大幅に下方修正されたことも、市場を混乱させた一因と見られます。

ピクテでは、ECBの決定が以下の3点を反映したものでないかと考えます。

- ① インフレへの2次的影響と銀行セクターへの負の影響を勘案し、大胆かつ先手を打った対応を考えたこと
- ② 為替や債券市場への影響よりも、(域内経済の押し上げ要因となり得る)銀行を通じた信用供給を優先させたこと
- ③ 非伝統的施策を使い果たしたわけではないことを市場に明確に周知させたかったこと

今後、これ以上の施策が必要となった場合には、量的緩和の規模ではなく、資産買入の条件の見直しが行われるものと考えます。

新しい施策が、景気浮揚とインフレ上昇をもたらすかどうかの判断には、時間の経過を待たなければなりません。銀行貸出の拡大と量的金融緩和のより円滑な実施を目的とした包括的な追加緩和策は、マネーや金融の情勢を大きく緩和させる公算が高く、今回の緩和策は、評価されてよいと考えます。

図表1: ECBの主な追加金融緩和策(抜粋)

	ECB政策理事会決定	
	2015年12月	2016年3月
中銀預金金利	0.10%引下げて -0.30%へ	0.10%引下げて -0.40%へ
リファイナンス・レート	変更なし	0.05%引下げて 0%へ
2層式マイナス金利	未導入	未導入
TLTRO	未導入	TLTRO II 導入 (期間4年、 金利-0.04%~0%)
資産買入期間	6ヵ月延長し、 2017年3月まで	変更なし
資産買入額	変更なし (月額600億ユーロ)	増額 (月額800億ユーロ)
買入対象資産	地方債を追加	投資適格社債(金融機関を除く)を追加

出所:ピクテグループ

### 詳細レビュー

新しい政策について、一つずつ内容を検証してみましょう。

#### **【1】中銀預金金利を0.10%引き下げ-0.40%とするが、現時点では、これ以上の利下げは想定しない**

利下げ幅(0.10%)は想定通りだったものの、一段の利下げの可能性が温存されるのではとの予想は裏切られました。市場を驚かせたのは、「経済を取り巻く状況次第では、スタンスの変更はあり得る」と付け加えたとはいえ、ドラギ総裁が「現時点では、これ以上の利下げは想定していない」と明言したことです。総裁は、「政策金利は、足元の水準あるいはこれを下回る水準で、

<次ページに続きます>

(ネットの)資産買入実施期間を遥かに超える期間にわたって推移すると予想する」とも述べており、ECBのフォワード・ガイダンスを強調する結果となりました。つまり、6月の再度の引き下げ(-0.40%から-0.50%へ)の可能性は排除されたこととなります。

中銀預金金利の適用に「階層方式」が採用されなかったことから、量的緩和プログラムに基づく買入が進むにつれて、マイナス金利の直接的なコストは着実に増加し、2017年までには60億ユーロ前後に達することが予想されますが、弊害が及ぶのは主に中核国の銀行で、周縁国の銀行の調達コストは、TLTRO IIの導入により、削減されるはずで

## 【2】リファイナンス金利を0.05%引き下げ、0.0%とする

リファイナンス金利の引き下げは、ECBが難色を示していたこともあり、想定外でした。0%の金利は、民間銀行が有担保でECBから資金を調達するすべてのリファイナンス・オペレーションに適用されます。

## 【3】資産買入額を月額200億ユーロ増額し、800億ユーロとする

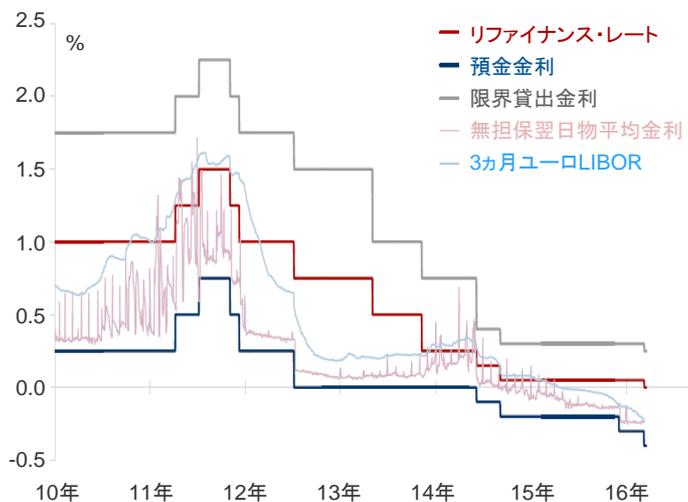
200億ユーロは、市場の予想を超える増額でした。資産買入額は2016年4月以降、月額800億ユーロとなり、増額累計は2017年3月時点で2,400億ユーロとなります。ECBは、インフレの持続的な調整が確認できるまでは、必要に応じて実施期間の延長を辞さないことを示唆しています。

ECBが資産買入プログラム(APP)を通じて保有する証券は2016年2月末時点で7,750億ユーロに達しています。内訳は、公的セクター買入プログラム(PSPP)が5,980億ユーロ、第3次カバード債券買入プログラム(CBPP3)が1,580億ユーロ、資産担保証券買入プログラム(ABSPP)が190億ユーロとなっています。資産買入総額の予想は、2017年3月時点で、ユーロ圏GDPの17%に相当する1.8兆ユーロに達し、ECBが買入を減額しない限り、これを上回ることもあり得ます。2017年には、ECBのバランスシートが買入額の増額分だけでユーロ圏GDPの40%を上回る4兆ユーロに達する可能性があるということです(図表3参照)。

ドラギ総裁は、社債を買入対象に加えた量的緩和プログラムの円滑な実施に自信を示しています。とはいえ、買入対象となる(中核国)資産の不足が懸案事項であることに変わりはありません。買入期間が2017年3月以降へ再延長されるような状況になれば、イールドカーブの平坦化が一段と進むことが予想されます。

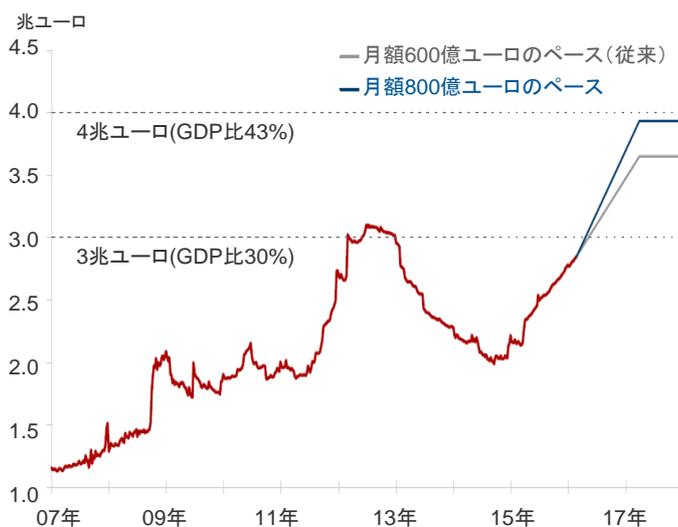
## 図表2: ユーロ圏政策金利と短期金利

日次、期間: 2010年1月~2016年3月



## 図表3: ECBバランスシート

期間: 2007年1月~2017年12月(推計値含む)



出所: ピクテグループ

資産買入の条件は以下の通りです(従来からの変更はなし)。

- ・ECBは、償還までの残存期間が2年から30年までのソブリン債のみを買入れる
- ・利回りは中銀預金金利(現行-0.40%)以上とする
- ・(少数の例外を除き)証券ならびに国別政府債務総額の33%を上限とする

ドイツは勿論のこと、一部中小国も、近い将来、上限に達する可能性があります。その場合、ECBは買入条件の再度の見直しを余儀なくされます。

<次ページに続きます>

#### 【4】新しい長期性資金供給オペ(TLTRO II)を、2016年6月から2017年3月にかけて、四半期毎に実施する

TLTRO IIの期間は4年、適用金利の範囲は、上限がリファイナンス金利(0%)、下限は中銀預金金利(-0.40%)です。TLTRO IIの仕組みはかなり複雑であることから、記者会見での説明に加え、近日中に、改めて、詳細が発表されるものと見ています。

TLTRO IIIは2016年6月から2017年3月にかけて、四半期毎に実施されます。期間はいずれも4年で、この間の金利は固定されます。また、適用金利はオペ実施時のリファイナンス金利(現行0%)とし、ネットの貸出額が基準を上回っている銀行にはこれを下回る金利が適用されます。

民間銀行は、2016年1月31日時点の(金融機関を除いた企業向け貸出ならびに住宅ローンを除いた家計向け貸出を併せた)貸出総額(約1.5兆ユーロ)から2014年実施の2回のTLTROによる借入額(総額2,120億ユーロ)を除いた金額の30%を上限とした借入を行えることとなります。TLTRO IIを通じた借入は約1.25兆ユーロと予想されます。TLTRO IIの国別予想は図表4の通りです。

注目されるのは、民間銀行がTLTRO Iから、条件がより有利なTLTRO IIへの借換を行えることです。特に重要なのは、TLTRO IIではマイナス金利の適用が可能なことで、中銀預金に適用されるマイナス金利によってコストが一部削減されることです。広い観点からすると、TLTRO IIIは、要件を満たしてより低コストの長期資金調達を行うために、実体経済への貸出を増やそうとのインセンティブを銀行に対して新たに提供したと言えます。また、TLTROがECBのフォワード・ガイダンスの強化に資することも重要です。

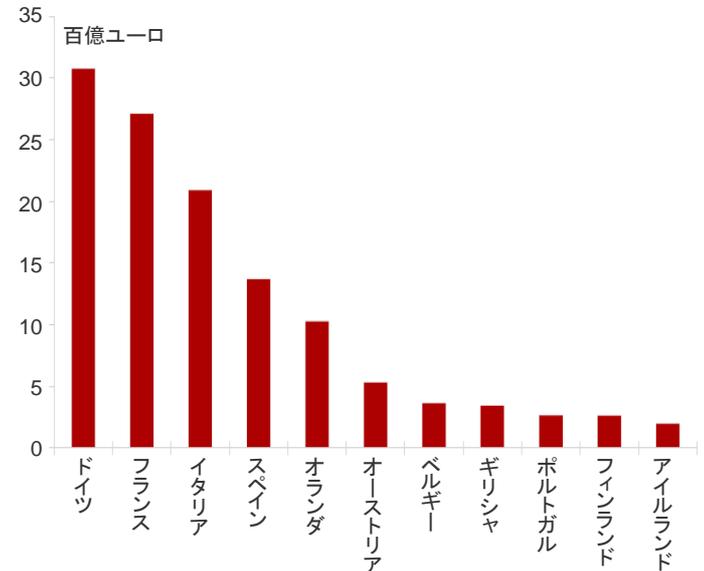
#### 【5】金融機関を除く投資適格社債を買入対象に含んだ社債買入プログラム(CSPP)の新規設定

社債を買入対象資産とすることに意外感はなく、このプログラムが状況を根底から変える「ゲーム・チェンジャー」だとも思われませんが、CSPPは買入対象資産のユニバースを拡大することで、量的緩和プログラムの円滑化に資することは明らかです。もっとも、ECBの議事録だけでは技術面の詳細を知ることは出来ません。

CSPPは「2016年4-6月後半のいずれかの時点」で実施され、リファイナンス・オペレーションの担保として認められるすべての社債が「今後発表される条件を満たしている限り」、理論上、買入対象となり得ます。国、セクター、格付け等、買入資産の内訳は公表されません。

#### 図表4:TLTRO II 予想国別規模

月次、期間:2010年1月~2016年1月



出所:ピクテグループ

一部セグメントの流動性が低いことに対する投資家の懸念を勘案すると、技術面での条件がCSPPのみならずPSPPIにも大きな影響を及ぼすことが予想されます。

#### 【6】集団行動条項付債券(CAC債券)を除くソブリン債の発行体上限を50%に引き上げること

ECBは証券ならびに発行体別買入の上限を、国際機関(SSA)ならびに多国籍の開発銀行に限って33%から50%に引き上げています。また、PSPPIに基づいて買入れた証券の上限は、12%から10%に引下げられていますが、ECBの保有比率は8%から10%に上昇することとなります。

なお、一部識者の間では以下のような施策が議論されていますが、ECBは、現時点では、導入の可能性を排除しています。

- ・量的緩和プログラムを2017年3月以降も延長
- ・中銀預金金利の適用に係る準備預金の階層方式の導入
- ・証券別買入上限、買入対象証券の最低利回り、(ECB資本金出資比率に準拠した国別買入等に係る)技術的な基準

<次ページに続きます>

## 予想以上に慎重だった、 ECBスタッフ予測

ECBスタッフ予測は、世界経済の低迷とユーロ圏経済の先行きを巡る懸念を反映し、予想以上に慎重なものとなりました(図表5参照)。実質GDP成長率は、2016年が前年比+1.4%(前回予想は、前年比+1.7%)、2017年が同+1.7%(同+1.9%)といずれも下方修正されました。また、今回初めて発表された2018年予想は同+1.8%でした。外部要因(原油安など)と5%程度のユーロ高を勘案しても、下方修正の幅は想定外に大きく、堅調な内需やECBの新しい緩和策の効果を十分に反映しているとは思えません。

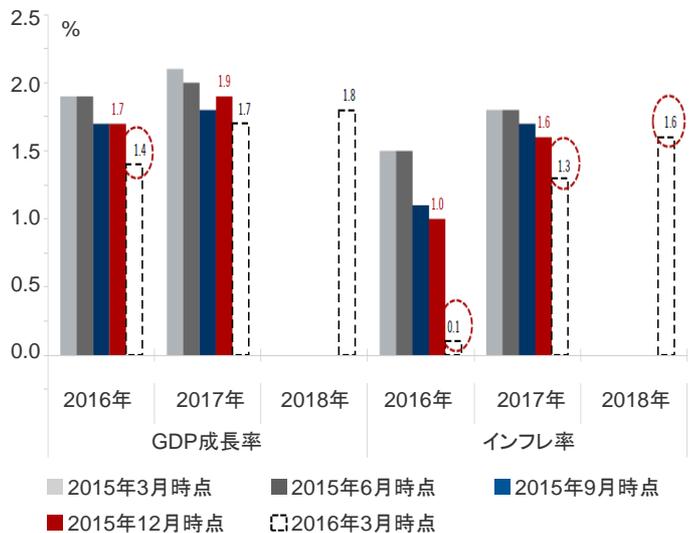
スタッフ予測に大きな影響を及ぼしたのはインフレ見通しです。2016年のユーロ圏消費者物価指数(総合インフレ率、欧州連合(EU)統一基準インフレ率、HICP)予想は、主に原油価格の35%の下落を反映し、前回2015年12月予想の前年比+1.0%から、同+0.1%に大幅に下方修正されました(図表6参照)。一方、HICPコア・インフレ率予想は、前回予想の前年比+1.3%から同+1.1%への下方修正に留まっています。2017年のHICP予想は、前回予想の前年比+1.6%から同+1.3%に下方修正され、今回初めて発表された2018年HICP予想は同+1.6%と、いずれも、ECBのインフレ目標(2%未満で、その近辺)を大きく下回っています。

スタッフ予測が慎重だったのは、ECBがインフレ目標の達成時期を、さらに1年間先送りしたことの表れといえるでしょう。原油安やユーロ高などの外部要因に加え、国内価格に上昇の勢いが欠けることが原因だと思われるが、原因が何であれ、コア・インフレに二次的影響(下押し圧力)が及ぶことを脅威と考え、ECBは大胆な施策を決定したと思われる。2018年のHICP予想(長期予想)は、今後、「需給ギャップの着実な縮小が予想されることから」当面、前年比+1.6%で横這いの推移が予想されます。一方、雇用状況を巡る懸念は払しょくされず、特に失業率は、「これまで予想されてきたペースは下回る」としても、上昇が見込まれます。

慎重なスタッフ予測の背景には、ふたつの理由が考えられます。一つは、新たな社債の買入やTLTRO IIが始まるのは2016年6月なのに、その効果が2018年予想に十分織り込まれていないのではないか、ということです。ECBは、徹底分析を行う前に、マネーや金融の情勢を再度評価したいと考えているのかもしれませんが。もう一つは、大胆な金融緩和策を導入したにもかかわらず、失望を誘う状況が繰り返されることを避けるため、控えめな経済予測を決断するに至ったのではないかとことです。

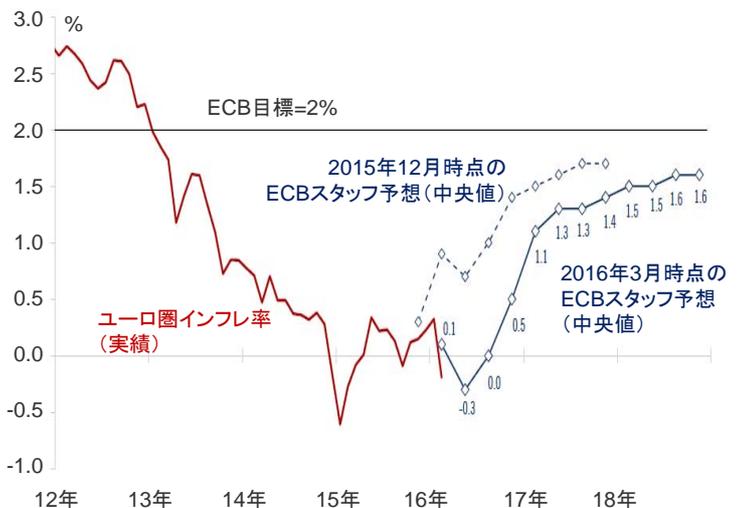
<次ページに続きます>

図表5: GDP成長率とインフレ率の  
ECBスタッフ予測



図表6: ユーロ圏インフレ率の推移

前年同月比、期間: 2012年~2018年(予想含む)



出所:ピクテグループ

## ECBの発表から見えること

ECBの決定は、以下の3点を示唆していると考えます。

- ① 現在の域内経済に灯るふたつの危険信号(インフレへの2次的影響と銀行セクターへの負の影響)に対し、ECBは大胆かつ先手を打った対応をしたいと考えた。つまり、ECBは、足元の経済情勢が「バズーカ砲」の効果を保証するものではなく悪化するリスクを示唆したものだと考えた。
- ② ECBは、短期的なコストがかさむことには目を瞑り、経済成長の押上げ要因になることを期待して、為替や債券市場ではなく銀行を通じての信用供給を優先させた。
- ③ ECBは、非伝統的施策を使い果たしたわけではない、ということ、市場に明確に周知したかった。

現在、ユーロ圏はインフレ率の長期の低下懸念がますます強まる状況にあります。こうした中で、ECBは、スタッフ予測を下方修正することによって、追加の金融緩和策を打つ準備がある、という態度を示したといえるでしょう。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

# ピクテのウェブサイト 最新情報にキャッチアップ！

ピクテ

検索

<http://www.pictet.co.jp>

## Market Flash マーケット関連ニュース

ヨーロッパから見た世界のマーケット関連情報  
ピクテならではの分析はこちら

MF



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/markets>

## Today's Headline 今日のヘッドライン

今、マーケットで注目の話題をプロの視点でレポート  
平日夕方 毎日配信中！

TH



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/headline>

## Fund Watch ファンド関連ニュース

ファンドの現状と日々変動するマーケットの関係を  
詳しく、解りやすく解説します

FW



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/fundinfo>

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。