

臨時レポート

欧州中央銀行（ECB）理事会の内容

政策金利フォワードガイダンスを修正

- ▶ 6月8日に開催されたECB理事会では、政策金利フォワードガイダンス（将来の金融政策の方針を前もって表明すること）を修正し、資産購入プログラムは現状維持とした。
- ▶ 成長見通しを巡るリスクバランスを上方修正し、インフレ率予想を下方を修正、成長予想を上方修正した。
- ECB理事会のポイントは、①政策金利に関するフォワードガイダンスを修正、②成長見通しを巡るリスクバランスを上方修正、③インフレ率予想を下方修正、成長予想を上方修正、などが挙げられます。
- ①については、追加利下げの可能性を示唆する前回までの文言の「下回る水準（or lower level）」が削除されました（図表1）。この理由についてドラギ総裁は主に「デフレリスクが後退したため、それに対する備えが不要になった」との主旨を表明しました（図表2）。一方、資産購入プログラム（QE）に関するフォワードガイダンスは現状維持となりました（図表1）。QE縮小のスケジュールや超金融緩和政策の正常化について、ドラギ総裁は「議論していない」旨を強調しました（図表2）。議論があった事実を伝えると、物価の基調が弱い中で「タカ派（利上げや金融引き締めに積極的）」的に捉えられる可能性がある事を警戒したと思われる。②については、4月の理事会以降の経済データが堅調に推移していることや、前回理事会の文言で成長見通しを下向きに傾けている主な原因とされた「世界情勢に起因するリスク」（図表1）が、フランス大統領選が無難に通過したことなどをを受けて後退した事と整合的と考えます。③については、景気回復ペースに自信を強める一方、インフレに関しては慎重な姿勢を維持しました（図表3）。
- 景気回復については、声明文で「4月会合以降の指標でユーロ圏経済の力強いモメンタム（勢い）を確認できた」と、前回会合の「徐々に底堅さを増しつつある」から上方修正を行いました。この判断が成長見通しのリスクバランス均衡化に反映されました（図表1）。
- 消費者物価指数（HICP）の下方修正について、ドラギ総裁は「エネルギー・食品価格見通しの下方修正で説明できる」としました（図表3）。コアHICPの低迷については、概ね賃金の伸び悩みに起因するとの従来の見解を繰り返しました。2017年末以降の資産購入プログラム実施がインフレ動向と紐付けされている点（図表1）、および2018年、2019年のHICP下方修正（図表3）を踏まえると、景気回復ペースが予想通りに拡大しても賃金上昇などインフレの基調持ち直しの道筋が見えるまでは、ECBは慎重なペースで出口戦略に向かうと見ています。引き続き、賃金の動向がカギであると思われる。

図表1：フォワードガイダンスとリスクバランス

| | | | 修正有無 |
|------------------|--|---|------|
| フォワード ガイダンス | 政策金利 (修正前) | 金利を資産購入プログラム終了後も相当期間、現状か、それを下回る水準に維持する。 | ✓ |
| | 政策金利 (修正後) | 金利を資産購入プログラム終了後も相当期間、 <u>現状水準に維持する。</u> | |
| | 資産購入 プログラム | 600億ユーロ/月のペースで2017年末まで実施し、必要であれば、それ以降もインフレ目標に見合った道筋が見えてくるまで実施する意向である。 | 修正なし |
| リスクバランス (修正前) | ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは均衡に向かっているが依然として下向きに傾いており、これは主に世界情勢に起因するものである。 | ✓ | |
| リスクバランス (修正後) | ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは今や <u>概ね均衡</u> したと考えている。 | | |

出所) ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットが作成

●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、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。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示す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。●投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。●手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品をお勧めするものではないので、表示することができません。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

商号等：ニッセイ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369号
加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

図表2：ドラギECB総裁会見のポイント

- ・ 成長見通しを巡るリスクは概ね均衡している
- ・ 景気回復はまだ力強いインフレにつながっていない
- ・ 基調的インフレは引き続き弱い状態。従って強力な金融緩和がなお必要
- ・ インフレ率の下方修正はエネルギー・食品価格の状況を反映した
- ・ コア・インフレ率の低迷は概ね、賃金の伸び悩みに起因する
- ・ 超緩和策からの脱却（正常化）議論は行っていない
- ・ デフレリスクの後退とリスクバランス均衡化がフォワードガイダンス修正の理由
- ・ 必要が生じた場合、利下げも有り得る

出所) ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットが作成

図表3：ECBスタッフの経済予想

| | | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|---------------|----|----------|----------|----------|
| GDP (%) | 今回 | (↑) 1.9 | (↑) 1.8 | (↑) 1.7 |
| | 前回 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| HICP (%) | 今回 | (↓) 1.5 | (↓) 1.3 | (↓) 1.6 |
| | 前回 | 1.7 | 1.6 | 1.7 |
| コアHICP (%) | 今回 | 1.1 | (↓) 1.4 | (↓) 1.7 |
| | 前回 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| 原油価格 (ドル/バレル) | 今回 | (↓) 51.6 | (↓) 51.4 | (↓) 51.5 |
| | 前回 | 56.4 | 56.5 | 55.9 |
| 商品価格* (% 前年比) | 今回 | (↓) 6.4 | (↓) 2.0 | (↓) 4.5 |
| | 前回 | 13.2 | 3.5 | 4.6 |
| ユーロ/ドル (ドル) | 今回 | (↑) 1.08 | (↑) 1.09 | (↑) 1.09 |
| | 前回 | 1.07 | 1.07 | 1.07 |

※非エネルギー商品価格

出所) ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットが作成

●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、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。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示す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。●投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。●手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品をお勧めするものではないので、表示することができません。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

商号等：ニッセイ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369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会