

ECB、英語版の解釈

今回のECB政策理事会では、事前の市場の予想通り新たな材料に乏しい内容でした。ただ、貿易摩擦の影響を踏まえた金融政策についての考え方、ユーロ圏の経済、インフレ率の今後のポイントなどの整理のため内容を振り返りたいと思います。

ECB政策理事会：貿易摩擦の懸念の存在は認めるも、フォワードガイダンス維持

欧州中央銀行(ECB)は2018年7月26日に開催した政策理事会で、主要政策金利を市場予想通り据え置きました(リファイナンス金利0.00%、限界貸出金利0.25%、中銀預金金利マイナス0.40%)。

ドラギ総裁は、予測不可能な世界の貿易摩擦を巡るリスクは存在するものの、現時点で6月の政策理事会で示した金融政策の道筋(フォワードガイダンス)の変更を正当化するものはないとの見解を示しました。

どこに注目すべきか： 資産購入プログラム、設備稼働率、コアHICP

今回のECB政策理事会では、事前の市場の予想通り新たな材料に乏しい内容でした。ただ、貿易摩擦の影響を踏まえた金融政策についての考え方、ユーロ圏の経済、インフレ率の今後のポイントなどの整理のため内容を振り返りたいと思います。

まず、金融政策ですが、貿易摩擦のリスクは意識しつつも、ユーロ圏経済への影響は今のところ限定的との見方から、6月のフォワードガイダンスを維持する考えを示しました。したがって、資産購入プログラム(APP)は、現行の月間300億ユーロから18年10月に150億ユーロに減額し、19年初め時点でゼロにする方針の維持が確認されました。

APPの再投資については、出資比率(キャピタルキー)が今後も再投資に関する主要な基準と述べるにとどまり、金融政策の主役がAPPから利上げに移りつつある印象です。

経済やインフレ率について、ECBの見方には納得する内容が多く見られました。ECBはインフレ率回復の可能性としてユーロ圏の高い設備稼働率を指摘していました(図表1参照)。ピクテでもユーロ圏の設備稼働率の高さには以前から注目しており、この水準まで設備稼働率が高まると、設備投資が促進され、経済成長の下支え要因になると見えています。

設備投資が促進されると見る背景にユーロ圏の貸出の改善があげられ、家計よりも企業による貸出需要に改善の

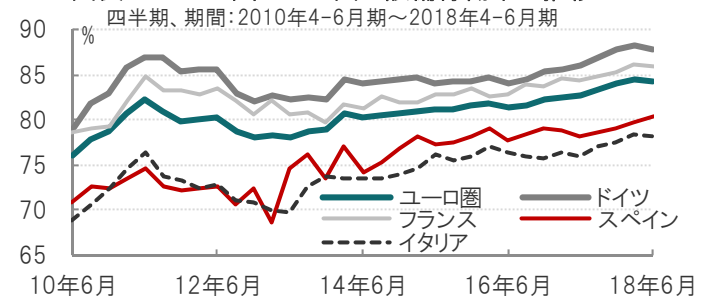
兆しが見られること、ECBの貸出調査によれば民間銀行は貸出拡大に積極的である点も、設備投資拡大を期待させる要因とみています。

次に、インフレ率については総合消費者物価指数(HICP)が2%に達したのは原油価格上昇が背景で一時的と見られます。むしろ注目は現在は横ばいとなっているコアHICPです。

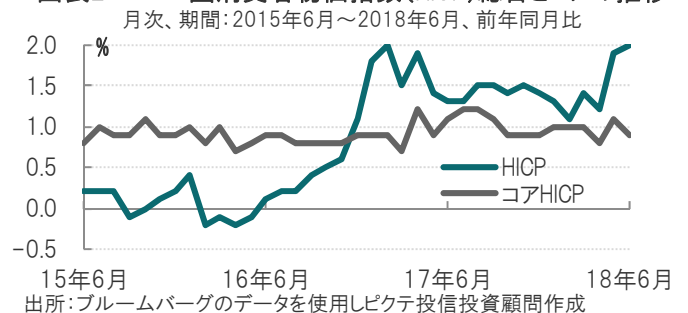
コアHICPの動向を説明する変数と見ているGDPギャップや雇用コスト、輸入石油価格は堅調な動きも見込まれるため、年後半にはコアも上昇に転じる局面も想定されると見えています。

ここで再び利上げ時期に関する今回のECBの説明を振り返ります。「19年の夏を通じて(終わりまで)政策金利を据え置く」との表現はドイツ語版やフランス語版の声明でニュアンスが異なるため、質疑応答の中で明瞭化が求められました。ドラギ総裁は英語版の解釈が正しいと説明し、来年9月頃の利上げ開始がフォワードガイダンスの意味として確認されました。ただ、ピクテではユーロ圏の好調な雇用、賃金の改善、設備稼働率の水準から、コンセンサスは重視するも、データ次第では最短、来年6月利上げ開始の可能性も視野に入れています。

図表1：ユーロ圏の主な国の設備稼働率の推移



図表2：ユーロ圏消費者物価指数(HICP)総合とコアの推移



出所：ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

●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。