

ECB債券購入縮小の前倒しを打ち出すも悩みは深い

ロシアの軍事侵攻後初という点で、今回のECBの政策理事会の方針が注目されていました。市場では、事態の推移を見守るため正常化を先送りするとの見方もありましたが、量的緩和政策(APP)縮小が若干前倒しされるなど金融政策の正常化姿勢が見られました。もっとも今後の展開はデータ次第という面もあり、ECBが判断に苦しむ姿も浮き彫りとなっています。

ECB政策理事会：ロシア軍事侵攻後、初の理事会でもインフレへの対応を示唆

欧州中央銀行(ECB)は2022年3月10日に政策理事会を開催し、量的緩和政策(APP)の縮小を前倒しする方針を発表しました。ロシアのウクライナに対する軍事侵攻で景気の先行きへの不安がある中、インフレ抑制にも配慮が必要なことを方針として示しました。

ECBの発表を受け、ユーロ圏国債市場ではイタリアやスペインなどを筆頭に利回りが上昇(価格は下落)しました。

どこに注目すべきか：ECB政策理事会、APP、前倒し、経済予想

市場の反応から判断して、今回のECB理事会のトーンをややタカ派的(金融引締めを选好)と解釈したようです。これは主に次の点が背景です。

まず、市場予想の据え置きに反し、APPの購入縮小を前倒したことです。月次資産買入額を4月が400億ユーロ、5月が300億ユーロ、6月が200億ユーロに減額するとし、7-9月期の買入額は指標次第だと説明しました。これまでは4-6月期は月額400億ユーロ、7-9月期は同300億ユーロ、10月以降200億ユーロとしていました。5月以降の購入額は削減された上、7-9月期はデータ次第でAPPは終了するとしています。APP終了時期の前倒しが示唆されたことで金融政策の正常化への前進がうかがえます。

次に、データ次第となる経済予想を見ると、こちらも正常化を意識させる内容です。実質GDP(国内総生産)成長率は22年が3.7%と、ロシアの軍事侵攻の影響などを背景に前回(21年12月)から0.5%下方修正しています(図表1参照)。しかし市場はユーロ圏の成長率をより深刻に予想し始めています。ECBがこの程度の落ち込みしか想定しないのならば、ユーロ圏の景気に対しECBは強気とも見られます。

なお、GDPの内容を見ると、個人消費と投資が下方修正の要因となっています。ロシアの軍事侵攻という不確実性が消費と投資に悪影響を与えたとみられます。不確実性を前にして消費や投資が減少することは良くありますが、23年の成長率予想を見ると修正は小幅にとどまっています。これは、今回のECB予想を見る上で注意しなければならない点でしょう。この予想には、経済に深刻な影響を与えるロシアの軍事侵攻がいつまで続くかは明示的に反映されていないように思われるからです。今後の展開を見通す

ことや、予想に反映することはECBにとっても至難のわざなのだと思います。

ECBはインフレ予想を大幅に引き上げたこともタカ派的と見られた要因です。22年のユーロ圏消費者物価指数(HICP)予想は5.1%と前回から2%近く引き上げられました。また、エネルギーまたはエネルギーと食品を除いた22年のインフレ率もそれぞれ0.8%、0.7%引き上げられました。エネルギー価格の影響によるインフレ率の上昇は明白ですが、他の項目にも影響が拡大している点は気がかりです。なお、インフレ率については、中期的に上昇が弱まらない場合APPを7-9月期に前倒しして終了させる条件と位置づけています。

最後に、政策金利に関連するフォワードガイダンス(今後の金融政策の方針)の修正も、タカ派的と見なされた要因と思われる。具体的な変更は政策金利について従来の表現は「資産買入を利上げの少し前に終了させる」でした。これが「一定期間後に緩やかに実施される」に変更されました。

ECBのラガルド総裁はこの表現の変更について、柔軟性を高めるためと説明しています。もっとも市場は、このような表現変更は「利上げを示唆する必要があるから文言を変えた」と考える傾向が見られます。実際、中央銀行は声明文などの表現を変えて政策変更のシグナルとすることをしばしば使います。もっともロシアの軍事侵攻をほとんどの人が想定出来なかったように、今後の展開も不確実性が高い中、柔軟性を高めたという説明はもっともであるように思われます。

インフレ懸念と景気先行き不安に直面しながらも、インフレへの対応は基本方針であると見られます。ただそのさじ加減はデータ次第と表現されています。それは、今後が読めないことに悩み続ける姿の裏返しのようにも響きます。

図表1：ECBの四半期経済予想の前回との比較

時点：前回は2021年12月、今回は2022年3月におけるECBの予想

	2022年			2023年		
	前回	今回	差異	前回	今回	差異
HICP	3.2	5.1	↑ 1.9	1.8	2.1	↑ 0.3
除エネルギー	2.1	2.9	↑ 0.8	1.9	2.0	↑ 0.1
除エネルギー・食品	1.9	2.6	↑ 0.7	1.7	1.8	↑ 0.1
実質GDP	4.2	3.7	↓ -0.5	2.9	2.8	↓ -0.1
個人消費	5.9	4.6	↓ -1.3	2.8	2.6	↓ -0.2
政府支出	0.2	0.1	↓ -0.1	0.5	0.3	↓ -0.2
資本投資	3.9	3.0	↓ -0.9	4.3	3.8	↓ -0.5
輸出	6.4	7.8	↑ 1.4	6.4	6.3	↓ -0.1

出所：ECBのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

※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。

ピクテ投信投資顧問株式会社 | 「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。

ピクテ投信投資顧問の投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆さまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について(2022年2月末日現在)

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

(1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)

※申込手数料上限は販売会社により異なります。

※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。

(2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.6%

(3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)

※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。

※別途成功報酬がかかる場合があります。

(4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。

ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆さまがファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ投信投資顧問株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

ピクテ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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 日本証券業協会



ピクテ投信投資顧問株式会社

【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。