



# “ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

欧州

2017年5月29日

## ECB、なかなか決められない理由

6月の金融政策理事会でECBが政策金利などを据え置くことが予想されていますが債券購入縮小の時期は不透明であり金融政策の変更そのものよりも、今後の政策動向を示唆する言動、当局の経済予想に注目が集まりそうです。

### ドラギ総裁講演：フォワードガイダンスから逸脱する理由は無いと表明

欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁は2017年5月24日、マドリッドでの講演で、利上げより前に債券購入プログラム(QE)を終了させるというECBのフォワードガイダンス(金融政策の方向性を示唆して市場を管理)の堅持をあらためて表明しました。ドラギ総裁はQEは今後、調整がさらに複雑になり、マイナスの金利を含めた他の政策手段に比べて副作用を生む公算が大きいと述べています。ECBは6月8日に金融政策理事会の開催を予定しています(図表1参照)。

### どこに注目すべきか：

### フォワードガイダンス、インフレ率、ECB予想

6月の金融政策理事会でECBが政策金利などを据え置くことを市場が既に高い確率で織り込んでいます。ただし、債券購入縮小の時期については不透明です。次回のECB金融政策理事会では金融政策の変更そのものよりも、今後の政策動向を示唆する言動、当局の経済予想などに注目が集まることが想定されます。

まず、ユーロ圏について、ECBの金融政策方針を確認すると、債券購入プログラム(QE)とマイナス金利を含む政策金利の2本立てとなっています。ドラギ総裁は債券購入額の縮小に着手してから利上げという手順を明確に述べました。そのため、利上げは当面考えにくい一方、現時点では、2017年12月まで毎月600億ユーロを購入するとしているQEがいつ変更されるかが、市場の最大の関心事となっています。そこでユーロ圏の経済指標の動向を振り返ると、失業率やユーロ圏製造業購買担当者景気指数(PMI)などの経済指標は全般に改善傾向です。一方、インフレ率も緩やかながら上昇傾向ですが、原油価格の回復を反映した一時的な上昇なのか見方が分かれています(図表2参照)。

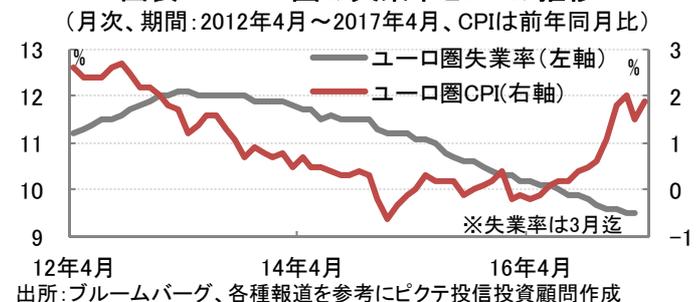
この景気指標、とりわけユーロ圏のインフレ率の解釈を巡ってはECB内部でも意見が割れている模様です。ECBでもQEを続けることの副作用への懸念は共有されていますが、ドラ

ギ総裁の信任が厚い2人の理事(慎重派のプラート理事と、遅すぎる行動は結果的に衝撃を大きくすると警鐘を鳴らすクーレ理事)の間に意見の対立が見られます。ECBが債券購入縮小を決定するに当たり、もっとも懸念しているのは市場の過剰な反応で、混乱を回避するためにもECBはコンセンサスを重んじると思われます。しかし、6月の金融政策会合までに合意を取り付ける時間が十分とは思われず、6月は声明や会見で明確に債券購入の縮小時期をアナウンスすることは回避する一方、経済見通しなどの表現を改善させるにとどめる可能性があると見えています。もうひとつの注目点は6月に発表されるECBの四半期スタッフ予想です。従来インフレ率予想は2019年までを見てもインフレ目標である2%を下回る水準が予想されていました。今回スタッフ予想が上方修正となれば、9月にQE縮小のアナウンス、実施は2018年になってからというピクテの基本予想シナリオの可能性が高まるように思われます。

図表1：ユーロ圏の主な経済指標やイベント

日程	内容	注目点
5月31日	4月失業率	低下傾向、景気回復を示唆か
5月31日	5月消費者物価指数(CPI)	CPI上昇は一時的かそれとも継続的か？
6月1日	製造業購買担当者景気指数(PMI)	輸出などにより回復が継続してきた
6月7日	GDP(国内総生産)	1-3月期改定値、速報値は堅調
6月8日	金融政策理事会	金融緩和姿勢に変化の兆しか？

図表2：ユーロ圏の失業率とCPIの推移



ピクテ投信投資顧問株式会社

●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。