



“ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

欧州

2017年6月28日

上昇鈍いインフレ率、ドラギ総裁の回答

ドラギ総裁のタカ派寄り発言で、9月頃の債券購入縮小のアナウンスを想定している市場は発言に飛びつき、債券が売られ(利回りは上昇)しました。ECBが債券購入縮小の意志を持つならば、今後の市場との対話が注目されます。

ECBフォーラム:ドラギECB総裁のタカ派寄り 発言を受け、ユーロ圏国債利回り上昇

欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁は2017年6月27日、ポルトガルのシントラで開かれた年次のECBフォーラムで、現局面では全ての兆候がユーロ圏の回復の強さを示し、デフレ圧力はリフレの力に置き換わったと語るなどタカ派(金融引締めを选好)寄りの姿勢を示しました。ドラギ総裁の発言を受け、ユーロ圏国債は下落(利回りは上昇)しました。

どこに注目すべきか:

リフレ、GDPギャップ、履歴効果、インフレ率

ドラギ総裁の発言はタカ派寄りの印象で、9月のECB理事会で債券購入縮小のアナウンスを想定していると見られる市場は、発言に飛びつき、債券が売られ(利回りは上昇)しました。ECBが少しでもタカ派寄りの発言をすれば、市場の変動が高まる懸念が示されました。想定されるようにECBが債券購入の縮小を進めるなら、ECBと市場の対話が注目されます。まず、確認の意味でドラギ総裁のユーロ圏のインフレ率についての発言内容を振り返ります。ドラギ総裁はインフレ率の動向を次の2段階に分けています。

第1段階は金融緩和政策の景気への効果です。ユーロ圏のGDP(国内総生産)は前期比で16四半期連続でプラスとなっています(図表1参照)。ECBの金融緩和政策が、貸出の増加に貢献するなど、景気下支え要因と説明しています。

第2段階は景気がインフレ率に与える影響で、第1段階は機能したが、第2段階は不十分と述べています。要は、景気は良くなったが、インフレ率上昇が鈍いと述べています。

では、インフレ率上昇が鈍い背景は何か?ドラギ総裁は主に次の点を指摘しています。

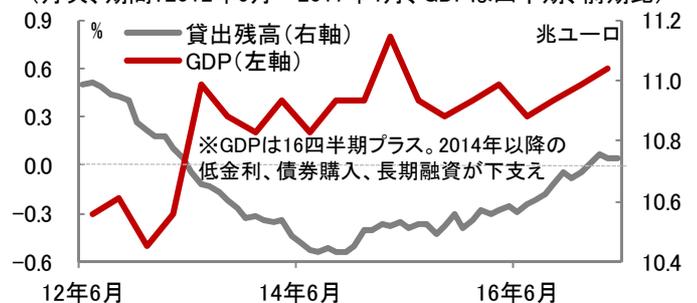
1点目は外的ショックで、エネルギー価格の影響は上下の変動がありながら、概して物価を押し下げたと述べています。2点目は、GDP(Output)ギャップによるインフレ率の押し下げと表現していますが、具体的には労働供給が過多で、雇用が余裕があり、賃金も上がりにくいと見ている模様です。

3点目は、履歴効果(経済に大きなショックが起こると、そのショックの影響がなくなったとしても、経済主体の行動が元には戻らない)や、賃金の物価スライド制の導入で賃金が上昇しにくい構造となっている可能性を指摘しています。

このようにインフレ率を振り返り、金融政策の景気への働きかけは過去の政策が機能したと自信を深めている様子です。一方、今後の物価動向については忍耐が必要なが、上昇を想定していると見られます。例えば2点目の雇用については、失業率の低下を指摘し、インフレ率と失業率の関係を述べたフィリップス曲線の傾きが大きくなる(失業率の低下とコアインフレ率の上昇)可能性に言及しているからです。ドラギ総裁がデフレ懸念から脱し、リフレ(デフレーションから抜け出すが、本格的なインフレーションには達していない状態)に変化したとの指摘も、政策変更の可能性を示唆したと解釈もできましょう。ただし、ECBは6月8日の政策理事会で声明文からデフレの文字を除いており、冷めた見方をすれば、メッセージとしては何ら違いがないようにも思われます。それでも市場が債券売りで反応したことは、ECBの想定通りの動きだったのか、それとも反応に驚いているのか、判断しかねています。また、ドラギ総裁は辛抱強く緩和政策を続けるとも述べていますが、どの程度辛抱強く待つのかも気になります。これらのことを見極めるうえで、市場の反応を見た後のECB要人のコメントに、当面注視が必要と見えています。

図表1:ユーロ圏GDP(国内総生産)と貸出残高の推移

(月次、期間:2012年6月~2017年4月、GDPは四半期、前期比)



出所:ブルームバークのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成



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。