

## ドラギマジック、主役を利上げ時期に切り替える

今回のECBの政策理事会の結果は、印象としてハト派(金融緩和を選好)的トーンが強いと見ています。理由は、今まで方針が明瞭でなかった政策金利の引き上げ時期について、恐らく市場の想定より遅れる可能性を示唆したからです。ただ、ユーロ圏の景気回復には自信を示すなど、バランスをとることの難しさも浮き彫りとなっています。

### ECB政策理事会：18年末に量的金融緩和を終了、政策金利は19年夏にかけて現行水準

欧州中央銀行(ECB)は2018年6月14日、政策理事会の結果を公表しました。政策金利などは市場予想通り据え置く一方、今後の金融政策について次の3点を示しました。

①債券購入を年内に終了させる：現在300億ユーロ(約3兆8800億円)の月間債券購入(純増)額を9月まで続ける一方、10-12月の購入額は150億ユーロに減らし、年末で債券購入は終了する方針。

②政策金利は少なくとも2019年夏まで現行水準に据え置く(インフレ率の状況に変化がない限り)。

③満期償還金の再投資は購入終了後も長期にわたり続け、購入した債券の残高を維持する。

### どこに注目すべきか： ECB債券購入、成長予想、HICP、利上げ

今回のECBの政策理事会の結果は、印象としてハト派(金融緩和を選好)的トーンが強いと見ています。理由は、今まで方針が明瞭でなかった政策金利の引き上げ時期について、恐らく市場の想定より遅れる可能性を示唆したからです。ただ、ユーロ圏の景気回復には自信を示すなど、バランスをとることの難しさも浮き彫りとなっています。

まず、ECBの景気認識を確認するとGDP(国内総生産)成長率予想は18年については2.4%から2.1%に下方修正しています(図表1参照)。ただ、会見でも下方修正の背景は、2017年の成長率が高すぎたことや、18年1-3月期のストや寒波など一時的要因と指摘しています。その意味でユーロ圏の成長率は底堅いとも見られますが、足元の景気減速がどの程度続くか、ECBも様子を見たい状況と思われます。

また、ECBはユーロ圏のインフレ率予想を18、19年について1.7%へ上方修正していますが、背景は主に原油価格の上昇を上方修正の要因としており、回復に力強さを感じさせない説明です。確かに、ユーロ圏のインフレ率は足元鈍くなっています(図表2参照)。もともと、ドラギ総裁は会見でインフレ率はECBが目標とする2%に近づく経路にあるとの見方を詳しく説明しています。であるならば、インフレ率予想はや

や控えめな数字とも思われます。例えば、ECBが注視していると見られるコアHICP(消費者物価指数)は、雇用コスト増に伴い上昇する傾向が見られますが、18年のドイツの賃金交渉は好調な雇用を受け予想以上に高い水準で妥結しています。このような潜在的インフレ率要因を背景に、ピクテでは18年末に向けインフレ率が徐々に高まる可能性もあると見ていました。そのため、ECBは19年前半に利上げを開始すると見込んでいました。ECBの今回の利上げ時期のアナウンスにより19年9月前に利上げされる可能性が低くなったことは、市場の大半にとっても、意外感があったと思われます。

なお、ECBのプラート専務理事が1週間ほど前に債券購入に言及したことで、市場の関心が債券購入終了に傾いていた中で、市場が思うより遅い時期での利上げに言及した点も、(ハト派色を出すのに)効果的であったと思われます。

ユーロ圏の景気、インフレが緩やかながら回復傾向にある一方、ユーロ圏を取り巻く環境は悪化、利上げまで時間を稼ぎたい面も見られます。イタリアの政局不安についてドラギ総裁は2週間前よりは改善したと述べていますが、もう少し確認したいところでしょう。米国の通商問題も不透明さを増しており、慎重に判断するための時間が必要と見られます。

図表1：ECBスタッフによるユーロ圏成長率とインフレ率予想  
四半期、時点：2018年3月(前回)と6月(今回)の予想値比較



出所：ECBのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表2：ユーロ圏の主なインフレ率(HICP)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