

## ECB、フォワードガイダンス変更とTLTRO3の組み合わせ

今回のECB理事会では、主要政策金利は市場予想通り据え置かれました。一方、より注目が高かった政策金利フォワードガイダンスとTLTRO3の詳細が公表されました。フォワードガイダンスでは、利上げ時期が半年先送りされるなど全体のトーンはハト派（金融緩和を选好）的な印象です。ただ、細かい点で、金融緩和に慎重な面も見られます。

### ECB政策理事会：利上げを半年先送り、TLTRO3の詳細を公表

欧州中央銀行（ECB）は2019年6月6日に理事会を開催し、フォワードガイダンス（金融政策の先行き指針）として政策金利を少なくとも20年前半までは現状の水準に据え置くことと決定しました。利上げ時期の先送りは19年3月の会合に続いて2度目の措置です。

ECBは3月に導入を発表した銀行への長期資金供給策（TLTRO3）について貸出条件の詳細も公表しました。

### どこに注目すべきか：ECB理事会、フォワードガイダンス、TLTRO3

今回のECB理事会では、主要政策金利は市場予想通り据え置かれました。一方、より注目が高かった政策金利フォワードガイダンスとTLTRO3の詳細が公表されました。フォワードガイダンスでは、利上げ時期が半年先送りされるなど全体のトーンはハト派（金融緩和を选好）的な印象です。ただ、細かい点で、金融緩和に慎重な面も見られます。

まず、ハト派的政策を決めた背景である、ECBの景気認識を振り返ると、今回のECB予想では成長率を下方修正しました（図表1参照）。例えば、20年の成長率を1.4%と前回（3月時点）の1.6%から引き下げています。21年までの成長率予想でも鈍い回復を見込んでいます。米中通商交渉の先行き不透明感によりセンチメントが悪化し、投資が控えられ、製造業の回復が鈍い点などをECBは指摘しています。

ユーロ圏のインフレ率見通しについては小幅な下方修正にとどめています。

次に、公表された主な金融政策は1つ目がフォワードガイダンスで、貿易戦争や地政学リスクが前理事会時点より高まっているため、（利上げ前の）据え置き期間を半年ほど延期したとしています。利上げを先送りした点ではハト派的ですが、市場の期待の中には「インフレ率が2%となるまで」無期限据え置きや、利下げが想定されていただけに、やや積極性に欠ける印象です。

2つ目のTLTRO3の詳細は想定よりも緩和的となってい

ますが、使い勝手の悪さに懸念も見られます。例えば、TLTRO3の適応金利は主要政策金利（現行0.00%）に0.1%上乗せした金利です。なお一定の貸出基準を満たせば預金ファシリティ金利（現行-0.40%）に0.1%上乗せした金利が適応されます。前回のTLTRO2では条件が寛容過ぎと批判された中での今回の貸出適応金利は緩和的と見られます。

一方で、前は認められていた早期償還が認められないなど使い勝手は悪く、貸出意欲低下が懸念されます。

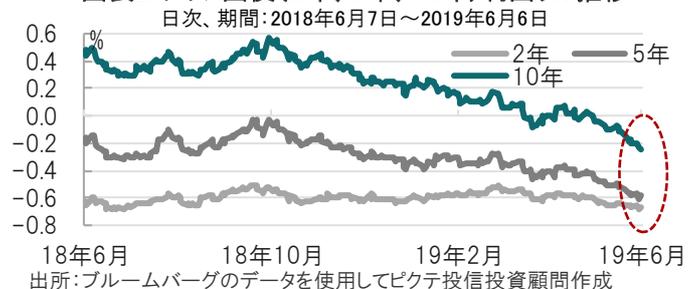
今回のECBの発表を受けた市場の反応は、独10年国債利回りが低下するなど利上げ時期の延期というハト派的な政策を反映した動きが見られます（図表2参照）。ただ、より金融政策を反映しやすい2年国債など短期セクターは逆に利回りが上昇しています。半年程度という期限限定の延期であったことが嫌気された可能性があります。また、TLTRO3を最も利用すると見られるイタリア国債の利回りは上昇しています。使い勝手が懸念されたものと見られます。

世界的に金融緩和傾向です。ただ利下げ余地が少ない中央銀行による利下げ示唆には、米中通商交渉の動向等を見極める時間稼ぎの可能性も一応念頭に置いています。

図表1：ユーロ圏GDP（国内総生産）成長率の実績と予想  
四半期、期間：2012年1-3月期～2019年1-3月期（実績）、点線は予想



図表2：ドイツ国債（2年、5年、10年）利回りの推移



●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。