

# Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
ストラテジスト



## ECB、政策金利の運営枠組み見直しを発表

欧州中央銀行(ECB)は3月7日の政策理事会後の記者会見で金融政策を運用する新たな枠組みを13日に恐らく発表すると述べていましたが、内容は概ね想定された通りでした。ECBがバランスシートの正常化を進めることで、過剰準備の減少(流動性不足)が進むことが見込まれます。新たな枠組みでは、主要政策金利による資金調達役割や重要性が高まるものと思われます。

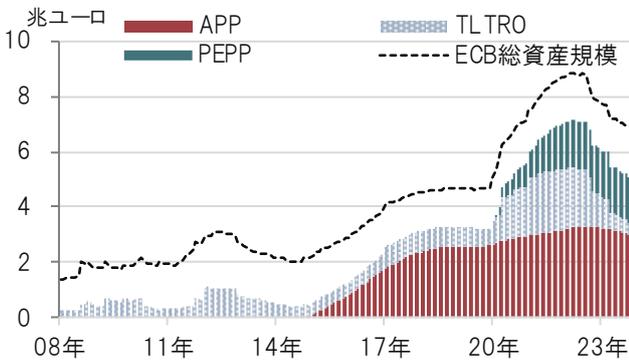
### ■ ECBの総資産が縮小傾向の中、政策運営枠組みの見直しを発表

欧州中央銀行(ECB)は3月13日、政策金利の運営枠組みを見直すことを決定しました。ECBの総資産規模が減少に向かう中、銀行が中銀からお金を借りる際の金利条件を見直すことで流動性確保を目指す考えと見られます。

ECBは2008年の金融危機を契機に金融システムに(過剰に)資金供給する手段として長期資金供給オペ(TLTRO)を活用してきました。さらにその後資金供給手段として15年からは主に国債購入による量的緩和政策(APP)を導入しました。また、コロナ対応として20年3月に資産購入策の特別枠(PEPP)を導入しました。これらの政策は役割をほぼ終えていると見られます。

図表1: ECBの総資産と主な構成項目の推移

月次、期間: 2008年2月末~2024年2月末



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

### ■ ECBの事実上の政策金利は下限を示唆する預金ファシリティ

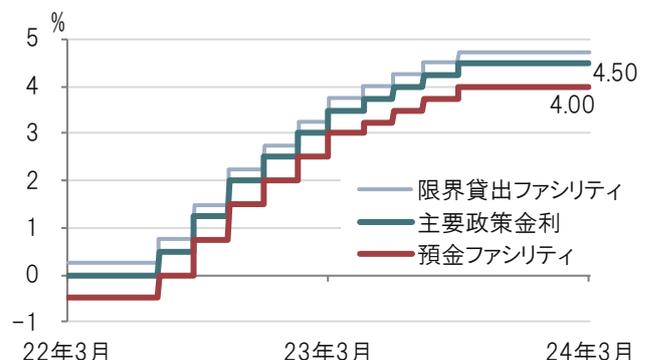
ECBは22年12月から政策金利運営の枠組み等の見直しを進めてきました。見直し議論を主導してきたのはシュナーベルECB専務理事でした。今回の政策金利の運営枠組みの決定内容を振り返ると、同理事が23年春に示した見直しの主なポイントが概ねカバーされていましたが、決定内容の一部に踏み込みが足りないものも見られました。

今回の枠組みの主な決定内容は

① ECBの3つの政策金利のうち民間銀行がECBに預ける際の金利となる預金ファシリティが短期借入れコストを変動させる主要な手段とする(図表1参照、預金ファシリティは現在も事実上の政策金利となっています)。

図表2: ECBの政策金利の推移

日次、期間: 2022年3月15日~2024年3月15日



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

②民間銀行が中銀から1週間のお金を借りる際の金利である主要政策金利によるオペが将来的には資金供給で重要な役割を果たす。

③現在それぞれ4.5%と4.0%となっている主要政策金利と預金ファシリティ金利の金利差0.5%を9月18日に、主要政策金利を引き下げること、金利差を0.15%とする。

④既存の債券保有高の縮小を継続する。

などが主な内容です。

①にあるように、ECBの政策金利が3本用意されています。08年の世界的な金融危機が発生する前の短期市場金利は主要政策金利を中心に、上限は限界貸出ファシリティ、下限は預金ファシリティとして推移していました。

しかし、ECBが債券購入政策などで超過準備(法定準備金を上回る準備)を供給する政策運営に移行してからは、政策金利の中心は下限の預金ファシリティにシフトしました。下限金利を金融政策運営の主体とする方法は一般に「フロア型」などと呼ばれており、金融政策のかじ取りは今後もフロア型が主体になると考えられます。

## ■ ECBは過剰準備を余裕ある水準まで供給する運営方法を今後も選択か

半年ほど後のこととはいえ、③にあるように主要政策金利と預金ファシリティ金利の金利差は0.15%に縮小することを目指しています。また、④にあるようにECBがバランスシート上に保有する債券を削減することが示唆されています。PEPPやAPPにより拡大した保有債券の削減ペースは、従来緩やかでしたが、金融政策運営の方針が発表されたことで、ペースに変化があるかもしれず、今後の市場の注目点となることも考えられます。

市場では資産サイドの債券保有の削減ペースが注目されやすい面は避けられないとして、負債サイドの過剰準備にも目を向ける必要がありそうです。

ECBの過剰準備は22年半ばのピークには4.7兆ユーロほどでしたが、足元では約3.5兆ユーロとなっています。ECBの予想では25年末には約2.1兆ユーロに減少することが見込まれています。

足元でも過剰準備の水準は「豊富」で、民間銀行に手元資金が残されています。この場合銀行の借り入れ需要は限定的で、預金ファシリティが市場の資金の動向を左右するうえで重要で、当面は金融政策運営の主体になるものと思われます。

しかし、将来、超過準備が全体として「豊富でない」状況となれば、民間銀行は資金を借りる必要に迫られる機会が増えることも想定されます。②で想定しているのは、このような状況です。シュナーベル専務理事は今回の政策金利の運営枠組みについての説明会で、過剰準備の減少について言及していますが、今後の政策金利として上限は主要政策金利、下限は預金ファシリティという枠組みが、より明確となるように考えられます。

その意味で、(かなり先のことながら)今後の過剰準備の水準に注意を払う必要があります。今回ECBが示した過剰準備の運営方法は供給主導型などと呼ばれ、ECBが現状採用している手法です。米連邦準備制度理事会(FRB)も同じ方式を採用しており、余裕のある過剰準備の水準を中央銀行が、市場の流動性などに注視しながら、決定して供給するといったイメージです。

一方、英国の中央銀行であるイングランド銀行などは需要主導型で過剰準備の水準を設定しています。民間銀行に必要な過剰準備を問い合わせ、そのデータをベースに中央銀行(イングランド銀行)が超過準備の水準を決めるイメージで、民間銀行の需要がベースとなっています。シュナーベル専務理事は以前、ECBは需要主導型を導入すべきとの考えを述べていた時期もありました。筆者は何故ECBが供給型の方向で動いているのか理由を把握できていません。ECBは政策の枠組みを今後も見直す考えで、議論の動向に変化があるのかに注目しています。

## ピクテ・ジャパン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、投資者の皆様は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、ご投資にあ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 (2024年1月末日現在)

ご投資いただくお客様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。
- (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0.3%
- (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、投資者の皆様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・ジャパン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。

### 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・ジャパン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、すべて投資者の皆様へに帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用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保護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。

ピクテ・ジャパン株式会社

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