

## ECBが追加緩和を決定

2014年6月6日

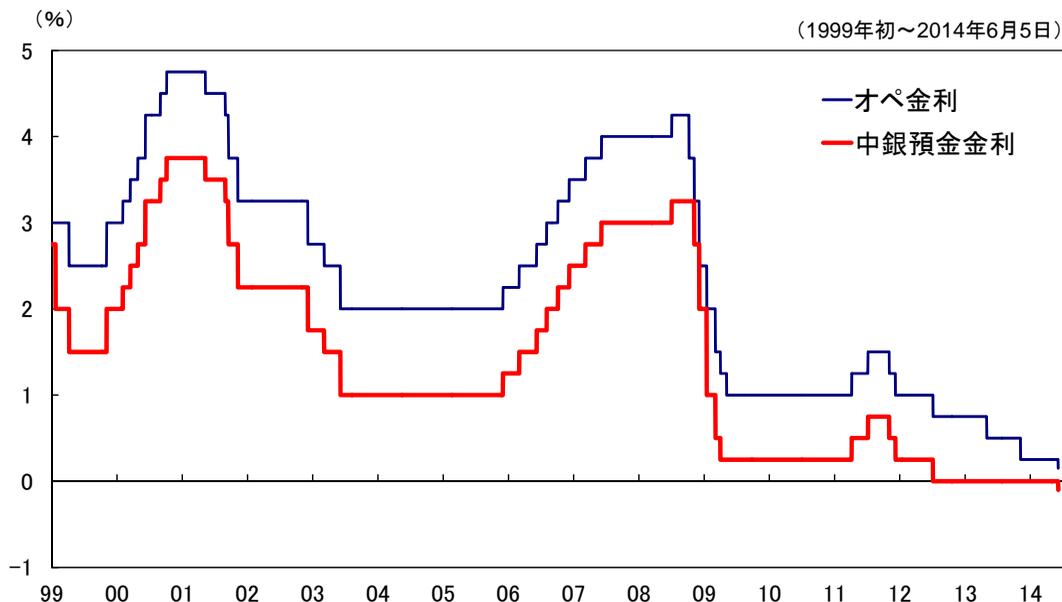
### <現実的な選択肢のほぼ全てを含んだ措置>

ECB(欧州中央銀行)は、6月5日(現地、以下同様)、前月の理事会で示唆していた通り、追加緩和を決定しました。しかも、多数の政策の組み合わせは、今月の理事会で現実的な選択肢と考えられたほぼ全てを含んでおり、市場の平均的な期待を上回る内容でした。

### <利下げで中銀預金金利はマイナスに>

ECBの区分に従えば、追加緩和は4つの政策から成ります。第一に、利下げです。ECBが銀行に資金供給を行う際の適用金利(主要オペ金利)と銀行がECBに所要額を上回って預け入れる預金の金利(中銀預金金利)をいずれも0.1%ポイント引き下げそれぞれ0.15%、▲0.10%としました。いずれも6月11日から適用されます。マイナス金利は、銀行が所要額を上回ってECBに預け入れる全額に適用されます。銀行は超過準備を有していると、ECBに金利を支払わなければならなくなります。予備的動機から手元流動性を確実にしておくためのコストとして銀行がどこまで許容し得るかによりますが、銀行にとっては超過準備を減らす誘引が大なり小なり働くはずですが、それがECBの思惑通りに貸出などを通じて実体経済に流れ出るかどうかは疑問で、銀行がECBへの返済や国債の購入を優先すれば意図した効果は薄れます。

### ユーロ圏 政策金利の推移



#### 当資料のお取り扱いにおけるご注意

■当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和投資信託により作成されたものであり、勧誘を目的としたものではありません。■当資料は、各種の信頼できると考えられる情報源から作成していますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。■当資料の中で記載されている内容、数値、図表、意見等は当資料作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。■当資料中における運用実績等は、過去の実績および結果を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。販売会社等についてのお問い合わせ⇒大和投資信託 フリーダイヤル 0120-106212(営業日の9:00～17:00) HP <http://www.daiwa-am.co.jp/>

## <利下げはこれで打ち止め>

声明文ではフォワード・ガイダンスとして「政策金利は長期間、現水準にとどまる」と記されました。前月までの「現水準以下」から変化しており、ドラギECB総裁は理事会後の記者会見での質疑応答でも、「実務上、下限に達した」と答えており、利下げはこれで打ち止めと考えられます。マイナス金利とはいえ、0.1%であれば銀行行動に及ぼす影響は限られ、例えば、一般の預金金利がマイナスになるようなことも、銀行がコストを貸出金利に顕著に転嫁することもない、と判断したからこそ、象徴的ながらアナウンスメント効果の大きいマイナス金利を決定したと思われま

## <貸出支援を目的とした最長4年の資金供給オペの導入>

第二に、貸出支援を目的とした長期の資金供給オペ(TLTRO)の導入です。2011年12月と2012年2月に期間3年で実施された資金供給オペは、ECBから借り入れた資金の用途が無条件でしたが、今回導入されたTLTROの下では、貸出を増加させることが条件となります。適用金利は主要オペ金利に0.1%を上乗せした固定金利で、満期は全てのオペについて2018年9月です。すなわち、2014年9月に予定されている初回のオペに応じれば、最長で4年間、低利で資金を固定できることとなります。このメリットは小さくないと思われ、貸出増加の誘引になりそうです。もっとも、TLTROはBOE(イングランド銀行)が2012年に導入した同種の制度に倣ったものですが、英国でも企業向け貸出はいまだ増えておらず(個人向けは2013年以降増加)、中小企業向けの貸出支援策としての効果は未知数と言わざるを得ません。とりわけ、ユーロ圏の銀行にとっては、資本規制上の制約が大きいと思われ、貸出が増加するにしても、ECBによる年内の資産査定を終えて、資本不足の銀行に必要な資本が增強された後になると思われま

## <ABSの購入が現実的な選択肢に>

第三に、ABS(資産担保証券)の購入(一種の量的緩和)に係る準備作業の強化です。ユーロ圏の民間非金融部門に対する債権を原資産としたABSの購入について考察し、望ましい制度的変更(銀行規制におけるABSの取り扱いに関して)を考慮に入れつつ、関係諸機関と協働するとしました。ECB理事会でABSの範囲等の具体的議論はしなかったとドラギ総裁は答えましたが、声明文には「必要ならば迅速に追加緩和を実施する」、「あまりに長期の低インフレのリスクにさらに対処することが必要になれば、責務の範囲で非伝統的政策も用いる強い意志をECB理事会は全会一致で有している」と記され、ドラギ総裁は質疑応答で「ここで終わってはいない」とも述べており、インフレ見通しの悪化次第ではABSの購入が現実的な選択肢として視野に入ったと言えます。

## <無制限資金供給オペの2016年末までの延長とSMPの不胎化の停止>

第四に、2015年半ばまで確定している現在の無制限資金供給オペを少なくとも2016年末まで延長しました。1週間物と3カ月物が対象です。また、SMP(証券市場プログラム)を通じて2010年5月から2012年2月にかけて購入した周辺国国債の残高と同額の資金吸収オペの停止を決定しました。当該資金吸収オペがなくなる事で、現時点で1,645億ユーロの資金が解放されますが、相応に資金供給オペの残高も減りそうで、大方はアナウンスメント効果しかないように思われます。

※1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

## <インフレ見通しの下方修正>

追加緩和が実施されたのは、ECBの唯一の責務である物価安定の達成が危ぶまれつつあるからです。インフレ率の低下の原因がエネルギー・食品価格の下落、ユーロ高、需要の弱さ、構造調整などにあることに変わりはなく、インフレ期待も安定しているとECBは判断していますが、低インフレが長期化すればするほどデフレに陥るリスクが高まることをECBは懸念しています。実際、今回の経済見通しでは、2014年、2015年、2016年のインフレ率はそれぞれ0.7%、1.1%、1.4%の想定で、前回3月時点のそれぞれ1.0%、1.3%、1.5%からいずれも下方修正されました。直近5月分の消費者物価の前年同月比0.5%がECBの想定より低かったことを率直に認めつつ、「インフレ期待の安定を確実にする強い覚悟がある」とうたっています。

## <全会一致での決定は強力なアナウンスメント効果>

ドラギ総裁は今回の措置を、金融政策姿勢の緩和、金融政策の実体経済への波及メカニズムの改善、非伝統的な政策対応の可能性の確認の三つの側面からなると総括しました。果たして、上述の特定の政策が、いつどの程度の効果を発揮するかは判然とせず、ドラギ総裁も実体経済への波及効果には3~4四半期のタイム・ラグがあると表現しましたが、ECBはこれら政策の組み合わせで、インフレ率の押し上げにプラスの効果を期待したものと思われる。

追加緩和にもかかわらず、ユーロは政策金利の発表直後に瞬間的に下落した後、すぐに切り返し、1ユーロ=1.36米ドル台後半に達しました。これは事前にECBの追加緩和を市場がある程度織り込んでいたためと考えられますが、「材料出尽くし」によるユーロの上昇は意外と限られたことから、市場も今回の措置を相応に評価していると考えられます。

とりわけ、種々の政策の組み合わせにもかかわらず、全会一致での決定であったことをドラギ総裁は誇らしげに披歴しており、理事会内ではABSの購入へのハードルもさほど高くないと推察されます。それだけで、少なくともユーロの上昇を抑制する程度のアナウンスメント効果はあると考えられます。あとは米国の金融政策の正常化が進むに連れて、自ずとユーロが下落する展開をECBは待っていると思われる。ECBは周辺国の構造改革の進展を認めながらも、完全には程遠いとの判断を示しており、構造改革の誘引を後退させかねない国債の購入については依然慎重と考えられます。もともと、銀行貸出中心のユーロ圏においては、量的緩和を実施する場合、米国型の国債購入ではなく、ABSの購入の方が、流動性の問題はあっても、経済効果は大きいと考えられます。

以上

## お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

### 手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会