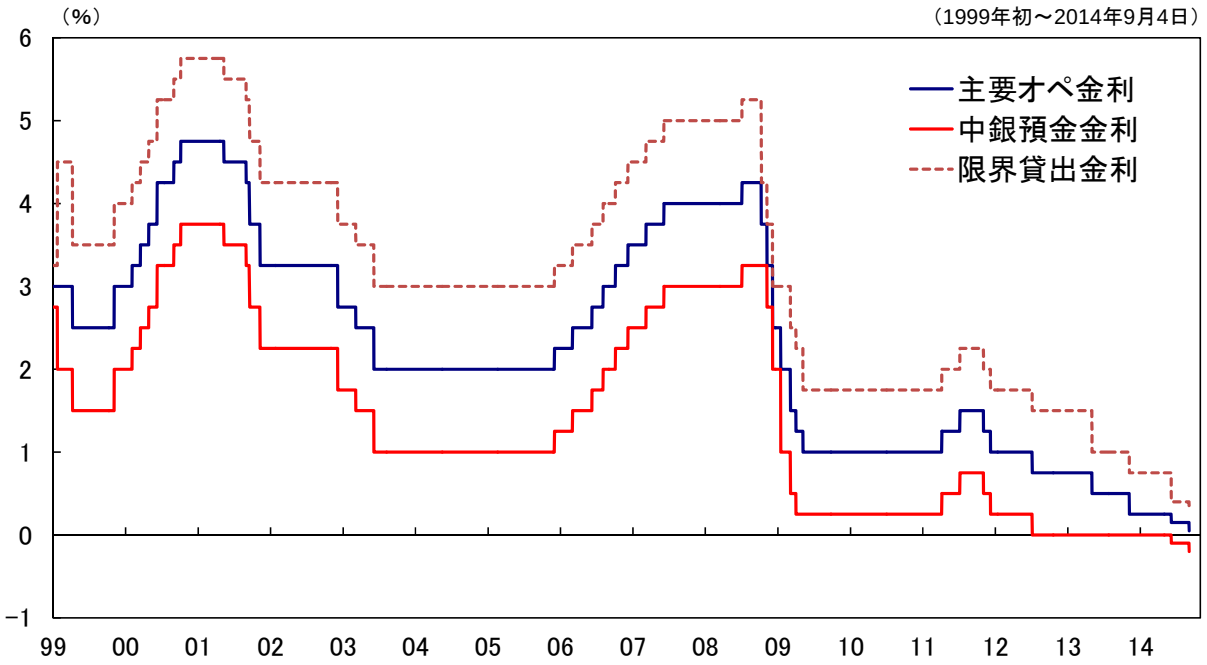
市場の期待を超えるECBの追加緩和措置

2014年9月5日

＜追加利下げに加えてABSとカバード・ボンドの購入を決定＞

ECB（欧州中央銀行）は9月4日（現地、以下同様）の理事会で、大方の市場予想に反して政策金利を0.1%ポイント引き下げ、主要オペ金利を0.05%、中銀預金金利を▲0.20%、限界貸出金利を0.30%にしただけでなく、ABS（資産担保証券）とカバード・ボンドの10月からの購入も決定しました。6月の一連の緩和措置や、2012年9月の新たな国債購入プログラム(OMT)の創設など、常に市場の期待を凌駕してきたドラギ総裁の本領が改めて発揮されました。ドラギ総裁は、両措置が全会一致ではなく、「安定多数」の賛成による決定であること、また、国債を含む広範な資産購入についても議論したことを明らかにしました。その上で、「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、責務の範囲で別の非伝統的政策を用いる強い意志をECB理事会は全会一致で有している」との、従来と同主旨の発言を繰り返しました。

ユーロ圏 政策金利の推移



（出所）ECB （注）決定日ベース

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/

大和投資信託
Daiwa Asset Management

＜利下げの目的はユーロ安とTLTROの利用促進＞

ドラギ総裁は、6月の利下げに際して、金利は「実務上の目的での下限に達した」と発言したことを認めつつも、「技術的調整を排除しない」とも発言していたことに触れ、今回の利下げを正当化し、その上で、「今回の利下げで金利は下限に達した」と明言しました。今回の利下げの目的は二つあると考えられます。一つは、ユーロ安の促進です。8月の理事会後の記者会見でドラギ総裁は「ユーロ圏と米国の金融政策は現在もまた今後も長期間にわたって乖離する道筋にある」と発言しましたが、今月は声明文において、「主要先進国の間で金融政策に甚大かつ拡大しつつある相違がある」と記述し、金融政策の方向性の相違がユーロ安を正当化するとの見通しを改めてにじませました。利下げのもう一つの目的は、TLTRO（貸出残高に係る定められた前提条件の下、政策金利+0.1％の固定金利でECBが銀行に最長4年間の資金を供給する制度）の初回の実施を9月18日に控えて、利下げ打ち止めを明言することで、銀行がより低い金利を期待してTLTROの利用を先送りするのを防ぐことです。確かに、追加利下げ観測がくすぶっていれば、2回目のTLTROの実施日である12月11日まで利用を先送りするのが合理的な銀行行動と考えられます。

＜ABSとカバード・ボンドの購入は信用緩和措置＞

ABSとカバード・ボンドの購入を、金融伝達機能を高め、広範な経済への信用供与を下支えることを目的とした信用緩和措置と位置付け、ECBのバランス・シートを2012年初めの規模に向けて大幅に拡大する意図も明らかにしました。なお、ECBの現在の総資産は2.0兆ユーロで、2012年初めは2.7兆ユーロでした。実施の詳細は10月の理事会後に公表とのことですが、ドラギ総裁は、ABSについては、質の高い証券に限るとしつつも、住宅ローン担保証券を含むと回答しました。購入規模についても10月に公表されることになるでしょう。なお、ECBによるABSの購入は初めてですが、カバード・ボンドの購入は、2009年7月～2010年6月の600億ユーロ、2011年11月～2012年10月の164億ユーロ（当初は400億ユーロの予定でしたが、途中で停止）に続き3度目となります。

＜景気見通しには引き続き下振れリスク＞

今回の決定の狙いは、ECBの責務である2％弱のインフレ率の維持と整合的な中長期のインフレ期待の安定を確実にすることにあります。決定の背景として、インフレ見通しの低下、成長の勢いの弱まり、信用供与の継続的な停滞がありますが、より具体的には、4-6月期のゼロ成長が、一時的要因を勘案しても予想を下回ったこと、7-9月期も成長の勢いが失われていることがサーベイ・データから示されることが挙げられました。今後は、一連の金融緩和措置、金融環境の改善、財政再建・構造改革の進展、エネルギー価格の下落に伴う実質所得の下支え、世界経済の回復などが需要を支える一方で、高水準の失業率、大規模な未稼働資源の存在、貸出の継続的な減少、バランス・シート調整が回復の阻害要因であり、これらを注視する必要があるとしています。特に、成長の勢いが失われれば民間投資が抑制されること、地政学リスクの高まりが企業や消費者のマインドにさらに悪影響を及ぼすこと、ならびに不十分な構造改革をリスク要因として挙げ、景気見通しには引き続き下振れリスクがあると指摘しました。

※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。

＜低インフレの長期化に警戒感＞

インフレ率の低下は主としてエネルギー価格の下落を反映したもので、他の要素は全体として安定しているとしつつも、低インフレが長期化すればインフレ期待が脅かされるとの警戒は不変で、インフレ見通しに係るリスクとして、低成長、地政学リスク、為替、金融政策措置の浸透度合いを注視していると、ドラギ総裁は述べました。

＜成長とインフレ見通しの修正＞

なお、今回は経済見通しの公表月で、成長見通しは2014年が1.0%から0.9%、2015年が1.7%から1.6%へ下方修正、2016年が1.8%から1.9%へ上方修正されました。インフレ見通しは2014年が0.7%から0.6%へ下方修正、2015年と2016年はそれぞれ1.1%、1.4%で据え置かれました。エネルギー価格の下落などの一時的要因が落ち着けば、政策効果でインフレ率は中長期的に2%弱へ回帰するとのECBの見通しは従来通りです。

＜金融政策と財政政策の間での「取引」は否定＞

先月下旬の米国での発言に関連して、「財政政策の余地」について詳述しましたが、これはこれまでの財政再建の進捗を巻き戻すべきでなく、安定・成長協定を遵守した上で、その枠内で、非効率な公共投資を削減し減税を実施するなど、成長促進的な政策を実施すべきとの従来からの主張であることが確認されました。また、インフレ目標の達成には成長の高まりが欠かせず、それには金融政策と財政政策の両輪が必要であること、そしてその大前提として、構造改革が不可欠である点を強調しました。また、金融政策と財政政策はそれぞれが独自の役割を担うものであり、両政策の間で「取引」はないことも繰り返しました。

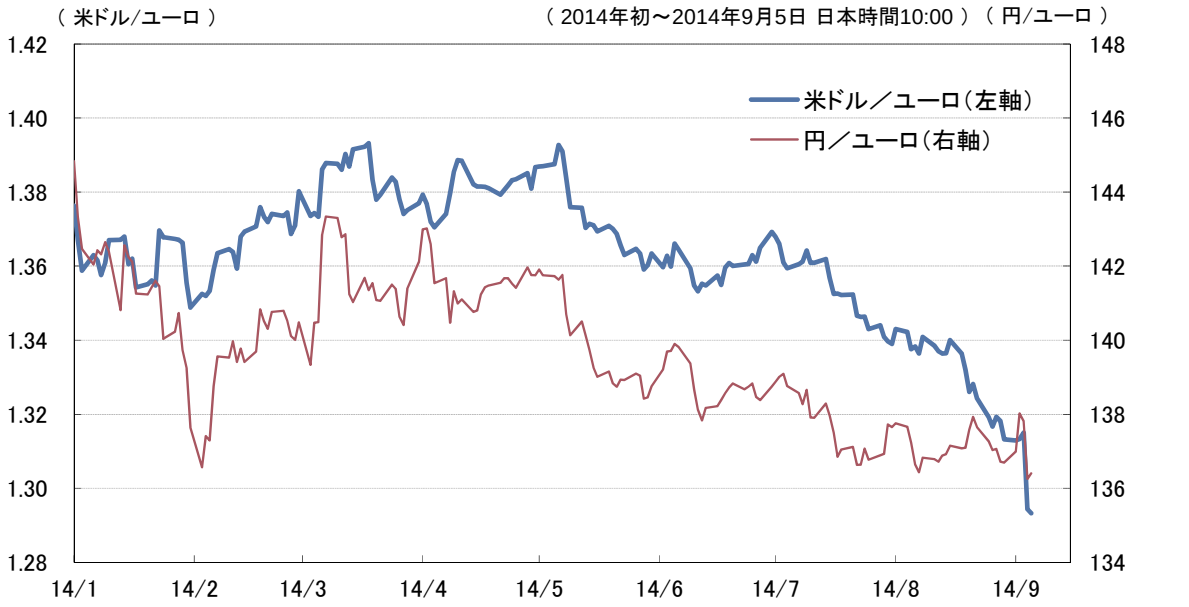
＜ユーロ安と貸出市場の改善に期待＞

6月に一連の緩和措置を打ち出した際には、年内は政策効果を見守る段階との認識がECBにはあったと推察されますが、状況の変化がECBの背中を押しました。それにしてもECBの対応は迅速です。今回の政策対応の効果として、まずはユーロ安が挙げられます。この日すでに、ユーロは対米ドルで一気に1.30米ドルを割り込みました。また、銀行貸出が減少を続けるユーロ圏において、信用緩和措置はやり方次第で効果的に働くと思われます。資産査定の結果も10月後半には公表される運びで、TLTRO、ABSの購入と合わせて、貸出市場の改善が期待されます。市場はECBの政策対応を好感しました。

（為替の推移については、次頁をご覧ください。）

※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。

ユーロの推移



（出所）ブルームバーグ

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