

2021年7月15日

ECBの新戦略は世界的な金融緩和の継続を示唆

レポート要旨

FRBと並んでグローバル金融市場に大量の流動性を供給するECB

ECBによる大規模な金融緩和は直接的、間接的にグローバル金融市場に流動性を供給しており、その金融政策は重大なインパクトを有します。

ECBの新しい金融政策戦略はより緩和的な政策の道を開く

一時的に2%を超えるインフレ率を容認する姿勢が打ち出されたことで、ECBがこれまでに以上にハト派的な政策を打ち出す可能性が出てきたと言えます。

7月22日開催の理事会でのフォワード・ガイダンス変更注目

ECBが新しい金融政策戦略を導入して初めて開催される7月22日の金融政策理事会では、現行のフォワード・ガイダンスがこれまでよりも金融緩和を長期化させる可能性を示唆する内容へと変更されることで、ECB政策についての市場の期待が変化する可能性があります。

ECBの決定がグローバルな金融引き締め懸念を和らげる可能性

7月22日においてECBが緩和的な方向に舵を切れば、欧州各国の国債利回りが今後数カ月間にわたって現在のような低水準で推移する可能性が高まるでしょう。その場合には、グローバルな金融引き締めについての懸念が和らぐことで、株式などリスク資産の価格がサポートされる展開になると考えられます

※7月22～23日が祝日につき、次号の発行は7月29日とさせていただきます。

(図表1) ECBによる新しい金融政策戦略のポイント

- ◎インフレ目標を中期的に上下対称な2%に設定（従来は、「2%に近いが、それ下回る水準（＝事実上1.99%）」に設定）
- ◎インフレ目標からのマイナス方向への乖離が定着することを回避するべく、強力で持続的な金融政策措置が必要。このことは、インフレ率が目標を穏やかに上回る一時的な期間を意味する可能性がある
- ◎持ち家コスト（帰属家賃）を含んだHICP（消費者物価）インフレ指標を開発し、物価安定を評価するうえで考慮する
- ◎気候変動やそれに対応する政策が経済などに及ぼす影響を評価するとともに、資産購入策やディスクロージャー制度等のECBの政策を遂行するうえで気候変動問題を考慮する。

（出所）ECBよりインベスコ作成

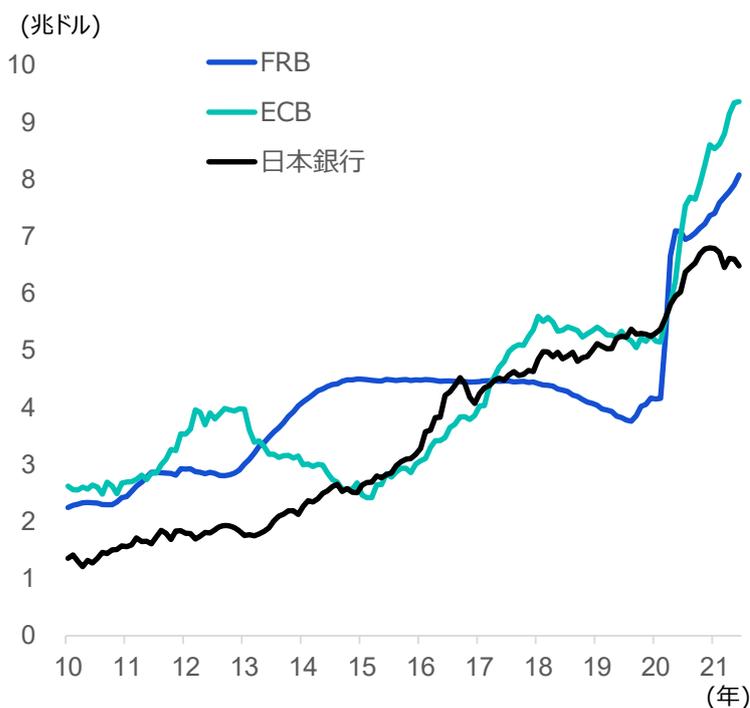
FRBと並んでグローバル金融市場に大量の流動性を供給するECB

コロナ禍の中、世界の中央銀行は極めて緩和的な金融政策によって経済的なショックの緩和を図ってきました。政策の影響力の大きさという点ではFRB（米連邦準備理事会）に勝る中央銀行はありませんが、ECB（欧州中央銀行）の総資産は6月末で9.4兆ドルに達しており、FRBの同8.1兆ドルを上回りました（図表2）。ECBの設定する中銀預金金利（金融機関がECBに預ける際の金利）は-0.5%である一方、ECBが大規模緩和政策を採用していることでユーロ圏諸国の国債利回りは低水準を維持しており、それがユーロ圏からユーロ圏外への大量の資金流出を誘発しています。ユーロ圏からの資金は米国の債券市場に流入しており、米国の長期金利の低下には相当寄与していると考えられます（図表3）。また、ユーロ圏からは米国株式市場に多額の資金が流入しており、米国の株価を支えています。ECBによる大規模な金融緩和は直接的、間接的にグローバル金融市場に流動性を供給しており、その金融政策は重大なインパクトを有すると言えるでしょう。

ECBの新しい金融政策戦略はより緩和的な政策の道を開く

先週の7月8日、ECBは臨時理事会を開催し、その金融政策に変化をもたらしかねない重要な決定を行いました。ECBは過去1年半近くにわたって、金融政策の枠組みについてレビューを行ってきましたが、それに基づいて新しい金融政策戦略を決定しました。主要なポイントは図表1（表紙をご参照）の通りですが、金融政策を遂行するうえでの目標設定の仕方を変更したのが今回の変更の大きな特徴です。従来は、2%に近いが、それ下回る水準をインフレ目標に据え、中期的にそれを達成することが目指されていましたが、新しい戦略では、インフレ目標を2%に設定したうえで、そこからの上方への乖離も下方への乖離も等しく望ましくないとしました。これだけでは大きな変化がないように思えますが、この変更をベースに、新戦略には、「インフレ目標からのマイナス方向への乖離が定着することを回避するべく、強力で持続的な金融政策措置が必要。このことは、インフレ率が目標を穏やかに上回る一時的な期間を意味する可能性がある」という点も含まれました。

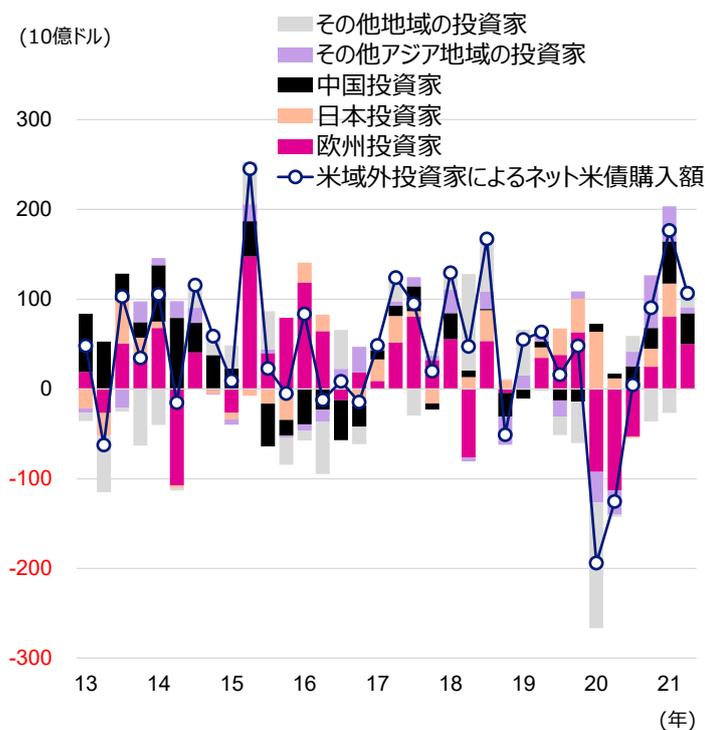
（図表2）日米ユーロ圏の中央銀行総資産の推移



（注）2021年6月末の計数が直近値。

（出所）CEICよりインベスコ作成

（図表3）海外投資家による米国中長期債券投資額の推移
（投資家の主要地域別）



（注）直近は2021年4-6月期。ただし、2021年4-6月期のデータは4月分のみ。

（出所）CEICよりインベスコ作成

一時的に2%を超えるインフレ率を容認する姿勢が打ち出されたことで、ECBがこれまでに以上にハト派的、緩和的な政策を打ち出す可能性が出てきたといえるでしょう。

7月22日開催の理事会でのフォワード・ガイダンス変更注目

ECBは、現在、①金融機関がECBに預け入れる中銀預金金利を-0.5%に設定したマイナス金利政策、②PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）による最大1.85兆ユーロ規模の22年3月までの債券購入、③APP（資産購入プログラム）による月間200億ユーロのネット債券購入、④金融機関が貸出を増やすことを条件とした金融機関向けの長期資金貸付一を軸とした大規模な金融緩和政策を実施しています。ECBによる金融市場参加者に対するサーベイでは、5月下旬の段階でのECBの政策を巡る金融市場のコンセンサスは、ECBがまず22年3月にPEPPを終了した後、23年末にAPPも終了、24年6月にコロナ危機後初の政策金利の引き上げを実施するというものでした。

しかし、ECBが新しい金融政策戦略を導入して初めて開催される7月22日の金融政策理事会では、現行のフォワード・ガイダンスがこれまでよりも金融緩和を長期化させる可能性を示唆する内容へと変更されることで、ECB政策についての市場の期待が変化する可能性があります。 実際問題として、ECBには金融緩和を長期化させねばならない事情が存在します。現時点でのECBのスタッフ見通し（6月公表）では、2023年における消費者物価上昇率は1.4%であり、目標の2%を大きく下回ります。ECBとしては、2%のインフレが中期的に達成できるように注力しなければなりません。ワクチンによるコロナ禍の収束が視野に入らる中で、PEPPの現行の枠組みによる資産買入れは22年3月をもって終了する必要があるようです。従来のAPPによる月間の債券購入額は200億ユーロにすぎないことから、22年4月からはPEPPに代わる新しいプログラムを導入して債券の購入額を高い水準で維持するか、APPによる債券購入額を増額するなどの対応をとる必要があるでしょう。

ECBの決定がグローバルな金融引き締め懸念を和らげる可能性

ECBが今後何の対策も打ち出さない場合、22年3月のPEPP終了を意識した金融市場ではユーロ圏各国の長期国債利回りが上昇し、景気への悪影響を通じてインフレ目標達成がさらに困難化するリスクが高まります。私は、7月22日に実施される可能性のあるフォワード・ガイダンスの変更は、PEPP終了以降も債券購入額を大きく減らさない政策の方向性を示唆するものになると考えています。 そうした変更が実施される場合には、欧州各国の国債利回りが今後数カ月間にわたって現在のような低水準で推移する可能性が高まるでしょう。 その場合には、グローバルな金融引き締めについての懸念が和らぐことで、株式などリスク資産の価格がサポートされる展開になると考えられます。

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/institutional/insights/globalview.html>

発行日	タイトル
7月8日	日銀短観で浮かび上がる、「控えめ過ぎる」日本企業
7月1日	FRB主流派の本音、市場の本音
6月24日	グローバル金融市場を見通す4つの焦点
6月17日	インフレリスクをより強く意識させた6月FOMC会合
6月10日	グローバル製造業の当面の行方と日本株
6月3日	迫る「巣ごもり需要」の剥落と金融市場
5月27日	日本のワクチン接種は欧米より何カ月遅れ？
5月20日	巧みな国債管理が米長期金利安定に寄与
5月13日	インフレ懸念に動揺するグローバル株式市場
5月6日	ワクチン接種のスピードが株価を左右
4月22日	中国景気の減速が始まった
4月15日	米国グロース株堅調の背景は？
4月8日	米国インフラ計画の実現可能性と市場へのインパクト
3月31日	コロナ拡大による景気減速リスクに直面する欧州
3月24日	日米の中銀からのメッセージを受けとめる
3月17日	グローバル金融市場の転換点を見通す

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306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

MC2021-130