

Pictet Market Monthly

2016年3月発行の欧州・米国市場ニュース

3月の欧米市場ニュース

	タイトル	頁
欧州	ユーロ圏：コア・インフレ率の下落が追加緩和期待高める	2
	欧州中央銀行（ECB）政策理事会プレビュー	4
	ECBには逆らうな：追加金融緩和策詳細レビュー	7
	政策金利を据え置いたスイス中銀、今後の金融政策は	12
米国	米小売統計：2月は低調だったが、個人消費の見通しに変化なし	15

ユーロ圏の主要経済指標

指標名	時点	前回値	市場予想	公表値	次回発表予定日	次回予想
小売売上高(前月比,%)	16年1月	0.6	0.1	0.4	4月5日	0.0
サービス業購買担当者景気指数(PMI)	16年3月	53.3	53.3	54.0	4月5日	54.0
鉱工業生産(前月比,%)	16年1月	-0.5	1.7	2.1	4月13日	--
消費者物価指数(前年同月比,%)	16年3月	-0.2	-0.2	-0.1	4月14日	--
製造業購買担当者景気指数(PMI)	16年3月	51.2	51.4	51.6	4月22日	--
失業率(%)	16年2月	10.4	10.3	10.3	4月29日	--
実質GDP(前期比,%)	15年12月	0.3	0.3	0.3	4月29日	--

米国の主要経済指標

指標名	時点	前回値	市場予想	公表値	次回発表予定日	次回予想
ISM非製造業景況指数	16年2月	53.5	53.1	53.4	4月5日	--
小売売上高(前月比,%)	16年2月	-0.4	-0.2	-0.1	4月13日	0.3
消費者物価指数(前月比,%)	16年2月	0.0	-0.2	-0.2	4月14日	0.2
実質GDP(前期比,%,年率)	15年12月	2.0	1.0	1.4	4月28日	--
ISM製造業景況指数	16年3月	49.5	51.0	51.8	5月2日	--
失業率(%)	16年3月	4.9	4.9	5.0	5月6日	--
非農業部門雇用者数(前月比,千人)	16年3月	245.0	205.0	215.0	5月6日	--

※2016年4月5日時点(日本時間)の発表データと予想
※予想はブルームバーグ集計市場予想
出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

ユーロ圏:コア・インフレ率の下落が追加緩和期待高める

2016年2月のユーロ圏インフレ率(HICP)速報値は、5ヵ月ぶりの前月比マイナスとなりました。また、(エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを除く)コア・インフレ率(コアHICP)も、2015年4月以来の低水準に沈みました。欧州中央銀行(ECB)が、3月10日の政策理事会で包括的な追加緩和を決める公算が高まったと見えています。

ユーロ圏物価、予想外の下落

2016年2月のユーロ圏消費者物価指数(EU基準消費者物価指数、HICP)速報値は予想外の低下となりました。また、後述するように、指数の構成項目からは消費者物価に潜在する基調について新たな懸念が広がりました。足元の金融市場と実体経済の動向に加え、欧州中央銀行(ECB)には頭の痛い難題となりそうです。

欧州委員会(EC)統計局(ユーロスタット)が発表した2016年2月のHICP速報値は前年同月比-0.19%となり、2015年9月以来5ヵ月ぶりのマイナス圏に沈みました(図表1参照)。HICPは、金融危機直後の2009年の5ヵ月間ならびに2015年年初の4ヵ月間にもマイナスを記録しています。2月の物価下落は、2015年9月の場合と同じく、資源価格の下落を受けたベース効果に起因しており、HICPエネルギー価格指数が前年同月比-8.0%と、2015年10-12月期の水準に低下したことから確認されます。

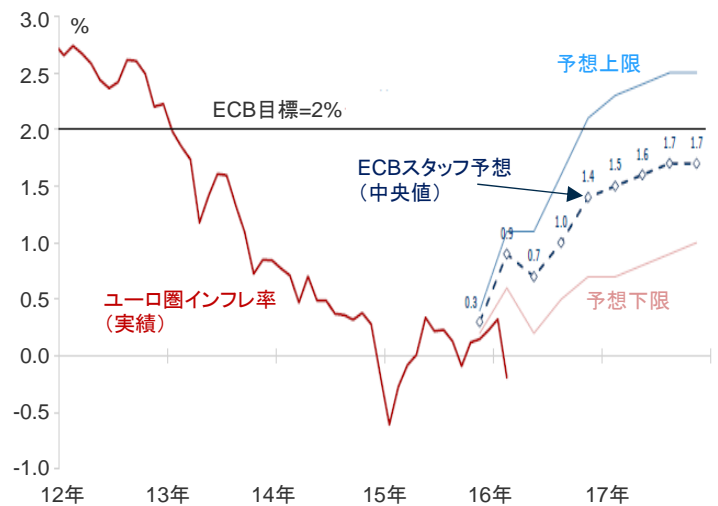
(エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを除く)2月のHICPコア・インフレ率が、前月比では-0.30%とマイナスを記録し、前年同月比でも+0.74%と、2015年4月以来の低水準に留まったことは想定外でした。ユーロ高の影響が後ずれして現れたことに加え、ドラギ ECB総裁が、対応を必要とする「偶発事象」と認識する原油価格下落の2次的影響が現れた可能性も考えられます。

2月のHICPはECBの政策決定を後押すものと思われることから、3月10日の政策理事会では包括的な追加的な金融緩和策の決定が予想されます。

国別の統計からは、物価の下落がユーロ圏全域に及んだことが確認されます。2016年2月のHICPは、ドイツが前年同月比-0.2%、フランスが同-0.1%、イタリアが同-0.2%、スペインが同-0.9%と、いずれも市場予想を下回りました。

図表1:ユーロ圏インフレ率の推移

前年同月比、期間:2012年~2017年(予想含む)



出所:ピクテグループ

HICPの低下については、現時点で入手可能な構成項目から判断する限り、前年同月比+1.00%と1月の同+1.15%を下回ったサービス価格の影響が大きいと見ており(次ページ図表2参照)、これは、ドイツのパック旅行の落ち込みが一因だと思われます。サービス価格は今後数ヵ月をかけて緩やかに上昇が見込まれます。また、2月の非エネルギー工業財価格が同+0.30%と1月の同+0.73%を下回ったのは(次ページ図表2参照)、実効為替レート・ベースのユーロ高による輸入物価の押し下げ効果が後ずれして現れたためだと思われます。

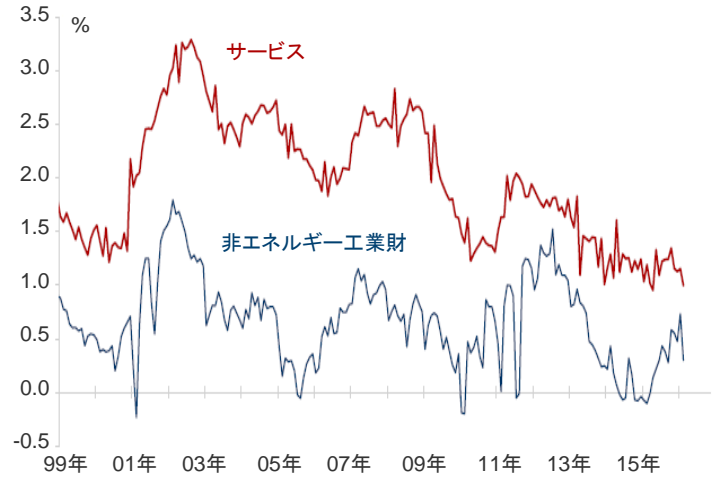
<次ページに続きます>

エネルギー価格は20ヵ月連続で下落していますが、年初からの反発が極めて小幅に留まっていることを勘案すると、今後もHICPの下押し圧力となる状況が続きそうです。

一方、原油価格下落の二次的影響（原油安が賃金上昇率や消費者物価に及ぼす影響）が広がっていることを示唆する証拠は殆ど認められません。したがって、ECBのインフレ目標の達成は難しく、かつ、下振れリスクも残るものの、総合インフレ率ならびにコア・インフレ率は、今年から来年にかけて、緩やかなペースで正常な水準に向けて上昇することが予想されます。資源価格の大幅反発やユーロの急落が無い限り、ECBは域内物価への影響をこれまで以上に注視するものと思われます。

2015年4-6月期以降の緩慢ながらも持続的なコア・インフレ率の上昇は、ECBに、非伝統的な施策の累積的な効果を確認させ、内需ならびに銀行融資拡大の見通しと相俟って、先行きを期待させるものとなっていました。しかし、2月のHICPがECBのやや楽観的な見通しに疑問を投げかけたとなれば、3月10日の政策理事会終了時に発表されるECBスタッフの中期インフレ予測にも影響が及ぶ可能性があります。

図表2: ユーロ圏コアHICP主要構成指数の推移
月次、前年同月比、期間: 1999年1月～2016年2月



出所: ピクテグループ

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

欧州中央銀行(ECB)政策理事会プレビュー

2016年3月10日開催の欧州中央銀行(ECB)政策理事会では、景気浮揚を図る追加金融緩和策が決定されると見えています。市場には、すでにかかなりの期待が織り込まれていることから、ECBが真意を明確に伝えることで市場とのコミュニケーションの改善を図ることが期待されます。

問題は原油安だけではない

足元の市場動向は、市場参加者が欧州中央銀行(ECB)の積極的な追加緩和を期待していた2015年12月の時点とよく似ています。結果的には、12月の政策理事会終了後に発表された施策は、中銀預金金利の0.10%の引き下げと量的金融緩和プログラムの実施期間の半年間の延長に留まり、多くの市場関係者を失望させました。

では、今回はどうなるでしょう。3月10日の政策理事会を控えたECBが直面している重要な課題は、資源価格の暴落だけではありません。景気回復の強さ、銀行貸出を通じた信用供給、賃金やインフレ率への2次的影響など、経済を取り巻く様々な懸念です。経済の下振れリスクがすべて実現する公算は低いと思われませんが、ECBはユーロ圏の唯一の「リスク管理者」として、先手を打った決断をすることが予想されます(図表1参照)。

3月10日の政策理事会では、次のような追加金融緩和策が検討されると思われます。

- 階層方式(民間銀行の中銀預金を2つの階層に分け、それぞれに異なる金利を適用)を伴った中銀預金金利(現行-0.3%)の引き下げ
- 資産買入額の増額(現行月額600億ユーロ)
- 資産買入プログラムの技術面での調整
- 的を絞った長期性資金供給オペ(TLTRO)の条件緩和など

ECBは、数多くの政治的、技術的難題への対応を迫られています。新しい施策が市場に好感されるかどうかは、足元の市場がどの程度の追加金融緩和を織り込んでいるかにかかっていますが、12月の時点ほどではないとしても、現状は、かなりの期待が織り込まれているとみられます。したがって、ECBに求められるのは、必要とあればさらなる施策(柔軟な量的緩和や従来型のフォワード・ガイダンスなど)の追加の用意があることを明確に示したハト派的な説明です。

図表1: ECBの主な追加金融緩和策(抜粋)

	ECB政策理事会決定	
	2015年12月	2016年3月(予想)
中銀預金金利	0.10%引下げて -0.30%へ	さらなる引下げ
リファイナンス ・レート	変更なし	変更なし
2層式 マイナス金利	未導入	導入
TLTRO	未導入	導入
資産買入期間	6ヵ月延長し、 2017年3月まで	変更なし
資産買入額	変更なし (月額600億ユーロ)	増額
買入対象資産	地方債を追加	さらなる拡大

出所:ピクテグループ

2つの重要課題と、さまざまな懸念事項

2015年12月のECB政策理事会以降、経済ならびに金融情勢は悪化しています。新しく導入した施策がもたらすはずだと期待された状況とは異なります。ECBは「3月10日の政策理事会で金融政策を見直し、恐らく再評価する必要がある」と明言しています。当会合では、外因性のショックが内需に及ぼす影響を評価するため、以下の2点に焦点をあてた討議が行われるものと予想されます。

【1】経済成長の鈍化と信用供給の手段

世界経済の成長鈍化と金融情勢の引き締めりが企業心理の悪化につながり、一時は相対的に安定した感のあったユーロ圏経済には下振れリスクが強まっています。 <次ページに続きます>

また、日本銀行のマイナス金利導入後の混乱と、欧州銀行セクターの信用不安を受け、マイナス金利の弊害を巡る懸念が強まっています。

ピクテでは、ユーロ圏の先行きを巡る懸念の背後にある要因の分析を行いました。その結果、懸念の幾つかは、内需の改善が外需の脆弱性を十二分に相殺すべきであるとの見方に基づいた、過度の懸念であるとの結論に達しました。下振れリスクを懸念するECB政策理事会も、同様の結論に達することが予想されます。

ECBは、金融危機時に銀行セクターを支援するため、多大の労力をつぎ込んだ信用供給の経路が損なわれる可能性を注視すべきだと考えますが、かかるリスクへの対応に際しては、同行の先手を打った対応が予想されます。同時に、ドラギECB総裁には、①から④に後述する政策理事会メンバーの過去の発言に改めて言及することが求められます。

- ① ユーロ圏の銀行は、金融危機前と比べて格段に健全であり回復力を強めていること
- ② 銀行の収益性の確保はECBの責務ではないこと
- ③ 収益性が脅かされている場合には、銀行側が、コスト削減や組織再編等の手段を検討すべきであること
- ④ ECBの支援がなかったとしたら、状況は遥かに悪化していたであろうこと

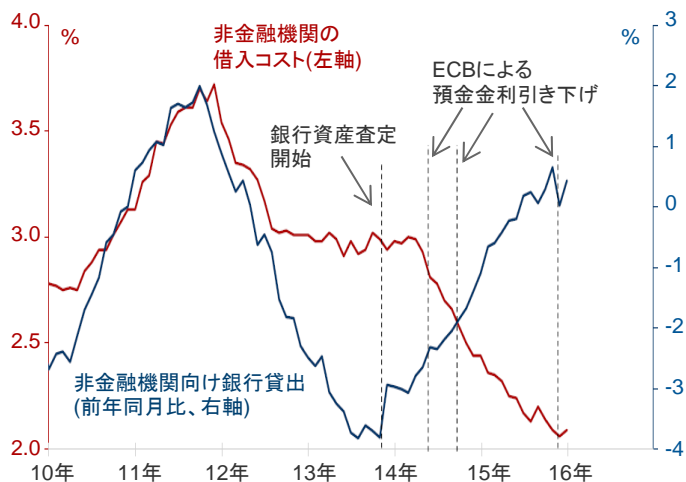
入手できるデータから判断する限り、これまでのところ、中銀マイナス金利が民間銀行の利鞘に及ぼした影響は軽微に留まっています。ブノワ・クーレECB専務理事は、「多くの銀行が、受取利息の減少分を、貸出量の増加、支払利息の削減、リスク引当金の戻し入れ、資産売却益(キャピタルゲイン)等で十二分に相殺している」と述べています。実際のところ、1月の銀行貸出は急増しており、今後数カ月については、このような基調が維持されると思われます(図表2参照)。

【2】原油価格下落の2次的影響とインフレ動向

過去3か月間、インフレ期待は大きく悪化していますが、今回は、原油価格の下落だけを原因とするわけにはいきません。ECBは2015年末以降、コア・インフレの推移をとりわけ懸念してきましたが、2016年2月のユーロ圏消費者物価指数(総合インフレ率、欧州連合(EU)統一基準インフレ率、HICP)速報値は、懸念が現実のものとなったことを示唆しています。HICPが前年同月比-0.2%とマイナスに転じたのみならず、コアHICPが前年同月比+0.7%と、10か月ぶりの低水準に留まったことから、消費者物価の基調を巡って新たな懸念が広がりました。

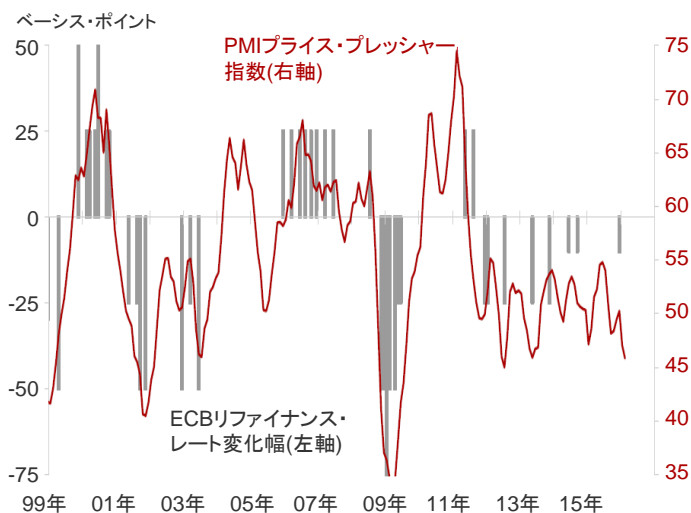
図表2: ユーロ圏の銀行貸出と借入コスト

月次、期間: 2010年1月~2016年1月



図表3: ユーロ圏PMIプライス・プレッシャー指数

月次、期間: 1999年1月~2016年1月



出所: ピクテグループ

複数の一時的な要因がサービス価格を下押ししたものと思われるが、ECBは資源価格安とユーロ高がエネルギー以外の財ならびにサービス価格に2次的影響を及ぼすことに対する懸念を示すものと思われる。2月の非エネルギー工業財価格は、前年同月比+0.30%と1月の同+0.70%を下回ったからです。

ある一要因の一時的な影響に対する「ヒステリシス(履歴)効果」を反映し、総合インフレ率の長期的な低位安定が、賃金や主要物価に影響を及ぼす可能性があることを示唆する指標も散見されます。直近のユーロ圏購買担当者景気指数(PMI)の低下は、価格サブ指数がインフレ低下圧力の再燃を示唆するものとなったことに起因します(図表3参照)。

<次ページに続きます>

賃金動向はまちまちで、交渉による妥結額がほぼ安定しているのに対し、従業員一人当たりの名目賃金は、前年同期比+1.1%と、2015年7-9月期以来の水準に低下しています(図表4参照)。また、原油価格の小幅の上昇にもかかわらず、市場に織り込まれたインフレ期待には、回復が見られませんでした。

原油価格下落の2次的影響が賃金の下落スパイラルを引き起こす状況は予想されません。また、経済統計もデフレを示唆するものとはなっていません。ピクテの自社開発モデルは、ユーロ高が再燃しない限り、2次的影響は軽微なものに留まるであろうことを示唆しています(2016年1月26日発行のピクテ・マーケット・フラッシュ「ECBの追加緩和を左右する、原油安とインフレ率の関係」をご参照ください)。ただし、ECBは、モデルの予測とは異なる状況が発生するリスクを無視するわけにはいきません。

ECBスタッフ予測、再度の下方修正か？

上述の懸念がECBのスタッフ予測にどの程度織り込まれるかが、金融政策を左右します。前回2015年12月から(今回の予想策定のためのデータ入手期限となる)2016年2月半ばにかけて、原油価格は37%下落していることに加え、ユーロの実効為替レート(ユーロ圏38か国通貨バスケットの貿易加重為替レート)は5.1%増価していることから(図表5参照)、インフレ率の予想は下方修正されるだろうと見ています。

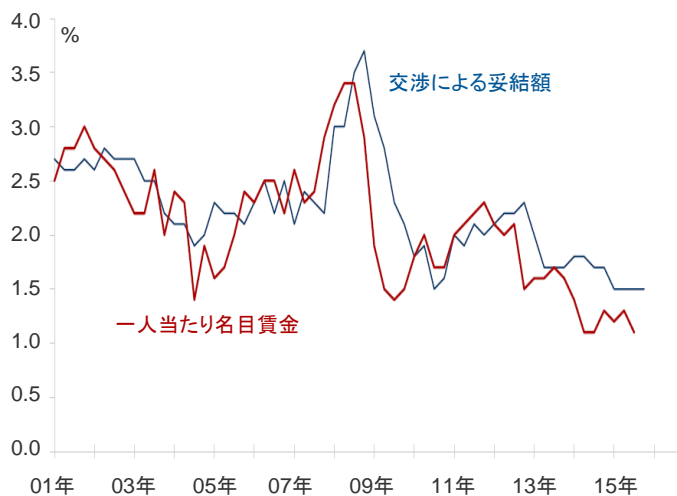
一方、経済成長については、大幅な下方修正はなく、微調整に留まると見ています。GDP(域内総生産)成長率予想には、金融情勢の引き締まりを勘案し、若干の下方修正がありそうですが、内需の改善が経済活動を支えるとの見方が維持されるものと見ています。

今回初めて発表される2018年予想も注目されます。長期予想は、供給サイドの動向と潜在成長率ならびに予想される需給ギャップの縮小に係るECBの見方を示すと考えられるからです。ECBがコア・インフレについて楽観的過ぎる見方を維持してきたのは、潜在成長率が1%前後に低下し、均衡失業率が上昇したことで、賃金と主要物価が2017年にかけて緩やかに押し上げられると考えていることが一因です。しかし、直近の経済指標はこのような評価を支持するものではないかもしれません。失業率が改善基調を辿る一方で、賃金は伸び悩んでいる可能性があり、よくても安定推移の状況だからです。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

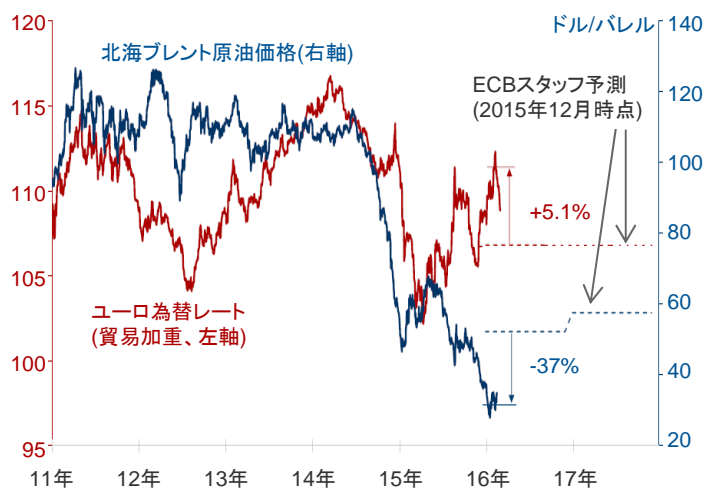
図表4: ユーロ圏の賃金動向

四半期、前年同期比、期間: 2001年1月～2015年12月



図表5: ユーロ為替レートと原油価格

日次、期間: 2011年1月～2016年2月



出所: ピクテグループ

ECBは、数多くの政治的、技術的難題への対応を迫られています。3月10日の政策理事会では、特に銀行貸出の増加による信用供給を通じて景気浮揚を図る追加金融緩和策が決定されると見ています。ECBの新しい施策が市場に好感されるかどうかは、足元の市場がどの程度の追加金融緩和を織り込んでいるかにかかっていますが、12月の時点ほどではないとしても、現状は、かなりの期待が織り込まれているとみられます。したがって、ECBに求められるのは、必要とあればさらなる施策(柔軟な量的緩和や従来型のフォワード・ガイダンスなど)の追加の用意があることを明確に示したハト派的な説明です。

ECBには逆らうな：追加金融緩和策詳細レビュー

3月10日にECBが発表した新しい包括的な政策パッケージが好感され、市場はいったんユーロ安となったものの、その後のドラギ総裁の発言や、ECBスタッフの慎重なインフレ予測などを受けてユーロ高に向かい、市場の変動は大きくなっています。当レポートでは、追加金融緩和策の内容を検証し、ECBの真意を読み解きます。

ECB、市場の予想を超える包括的な政策パッケージを発表

2016年3月10日、欧州中央銀行(ECB)政策理事会は、市場の事前予想を遥かに超える包括的な政策パッケージを決定しました。中銀預金金利の0.10%の引き下げが予想通りだった以外は、リファイナンス・レート、資産買入額の増額、金融機関を除く投資適格社債の買入対象資産への組入れ、新規長期性資金供給オペ(TLTRO II)の導入等、いずれも、市場予想以上の内容でした(図表1参照)。

ECBの発表を好感し、ユーロはいったん下落しましたが、ドラギ総裁の、「現時点では、これ以上の利下げは想定していない」との発言を受け、ユーロは上昇に転じました。また、2018年のHICP予想が前年比+1.6%と目標を大きく下回ったことに加え、ECBスタッフ予測が大幅に下方修正されたことも、市場を混乱させた一因と見られます。

ピクテでは、ECBの決定が以下の3点を反映したのではないかと考えます。

- ① インフレへの2次的影響と銀行セクターへの負の影響を勘案し、大胆かつ先手を打った対応を考えたこと
- ② 為替や債券市場への影響よりも、(域内経済の押し上げ要因となり得る)銀行を通じた信用供給を優先させたこと
- ③ 非伝統的施策を使い果たしたわけではないことを市場に明確に周知させたかったこと

今後、これ以上の施策が必要となった場合には、量的緩和の規模ではなく、資産買入の条件の見直しが行われるものと考えます。

新しい施策が、景気浮揚とインフレ上昇をもたらすかどうかの判断には、時間の経過を待たなければなりません。銀行貸出の拡大と量的金融緩和のより円滑な実施を目的とした包括的な追加緩和策は、マネーや金融の情勢を大きく緩和させる公算が高く、今回の緩和策は、評価されてよいと考えます。

図表1: ECBの主な追加金融緩和策(抜粋)

	ECB政策理事会決定	
	2015年12月	2016年3月
中銀預金金利	0.10%引下げて -0.30%へ	0.10%引下げて -0.40%へ
リファイナンス・レート	変更なし	0.05%引下げて 0%へ
2層式マイナス金利	未導入	未導入
TLTRO	未導入	TLTRO II 導入 (期間4年、 金利-0.04%~0%)
資産買入期間	6ヵ月延長し、 2017年3月まで	変更なし
資産買入額	変更なし (月額600億ユーロ)	増額 (月額800億ユーロ)
買入対象資産	地方債を追加	投資適格社債(金融機関を除く)を追加

出所:ピクテグループ

詳細レビュー

新しい政策について、一つずつ内容を検証してみましょう。

【1】中銀預金金利を0.10%引き下げ-0.40%とするが、現時点では、これ以上の利下げは想定しない

利下げ幅(0.10%)は想定通りだったものの、一段の利下げの可能性が温存されるのではとの予想は裏切られました。市場を驚かせたのは、「経済を取り巻く状況次第では、スタンスの変更はあり得る」と付け加えたとはいえ、ドラギ総裁が「現時点では、これ以上の利下げは想定していない」と明言したことです。総裁は、「政策金利は、足元の水準あるいはこれを下回る水準で、

<次ページに続きます>

(ネットの)資産買入実施期間を遥かに超える期間にわたって推移すると予想する」とも述べており、ECBのフォワード・ガイダンスを強調する結果となりました。つまり、6月の再度の引き下げ(-0.40%から-0.50%へ)の可能性は排除されたこととなります。

中銀預金金利の適用に「階層方式」が採用されなかったことから、量的緩和プログラムに基づく買入が進むにつれて、マイナス金利の直接的なコストは着実に増加し、2017年までには60億ユーロ前後に達することが予想されますが、弊害が及ぶのは主に中核国の銀行で、周縁国の銀行の調達コストは、TLTRO IIの導入により、削減されるはずで

【2】リファイナンス金利を0.05%引き下げ、0.0%とする

リファイナンス金利の引き下げは、ECBが難色を示していたこともあり、想定外でした。0%の金利は、民間銀行が有担保でECBから資金を調達するすべてのリファイナンス・オペレーションに適用されます。

【3】資産買入額を月額200億ユーロ増額し、800億ユーロとする

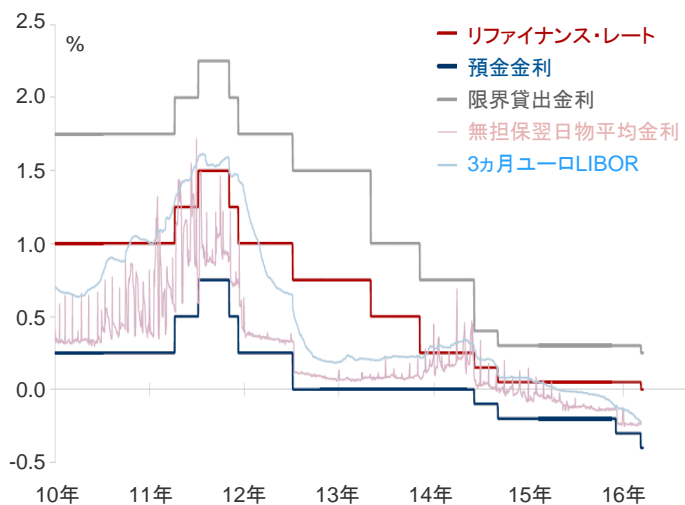
200億ユーロは、市場の予想を超える増額でした。資産買入額は2016年4月以降、月額800億ユーロとなり、増額累計は2017年3月時点で2,400億ユーロとなります。ECBは、インフレの持続的な調整が確認できるまでは、必要に応じて実施期間の延長を辞さないことを示唆しています。

ECBが資産買入プログラム(APP)を通じて保有する証券は2016年2月末時点で7,750億ユーロに達しています。内訳は、公的セクター買入プログラム(PSPP)が5,980億ユーロ、第3次カバードボンド買入プログラム(CBPP3)が1,580億ユーロ、資産担保証券買入プログラム(ABSPP)が190億ユーロとなっています。資産買入総額の予想は、2017年3月時点で、ユーロ圏GDPの17%に相当する1.8兆ユーロに達し、ECBが買入を減額しない限り、これを上回ることもあり得ます。2017年には、ECBのバランスシートが買入額の増額分だけでユーロ圏GDPの40%を上回る4兆ユーロに達する可能性があるということです(図表3参照)。

ドラギ総裁は、社債を買入対象に加えた量的緩和プログラムの円滑な実施に自信を示しています。とはいえ、買入対象となる(中核国)資産の不足が懸案事項であることに変わりはありません。買入期間が2017年3月以降へ再延長されるような状況になれば、イールドカーブの平坦化が一段と進むことが予想されます。

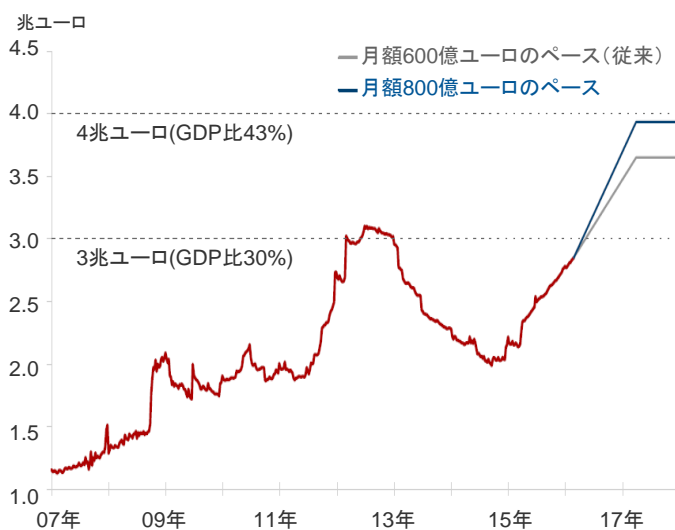
図表2: ユーロ圏政策金利と短期金利

日次、期間: 2010年1月~2016年3月



図表3: ECBバランスシート

期間: 2007年1月~2017年12月(推計値含む)



出所: ピクテグループ

資産買入の条件は以下の通りです(従来からの変更はなし)。

- ・ECBは、償還までの残存期間が2年から30年までのソブリン債のみを買入れる
- ・利回りは中銀預金金利(現行-0.40%)以上とする
- ・(少数の例外を除き)証券ならびに国別政府債務総額の33%を上限とする

ドイツは勿論のこと、一部中小国も、近い将来、上限に達する可能性があります。その場合、ECBは買入条件の再度の見直しを余儀なくされます。

<次ページに続きます>

【4】新しい長期性資金供給オペ(TLTRO II)を、2016年6月から2017年3月にかけて、四半期毎に実施する

TLTRO IIの期間は4年、適用金利の範囲は、上限がリファイナンス金利(0%)、下限は中銀預金金利(-0.40%)です。TLTRO IIの仕組みはかなり複雑であることから、記者会見での説明に加え、近日中に、改めて、詳細が発表されるものと見ています。

TLTRO IIIは2016年6月から2017年3月にかけて、四半期毎に実施されます。期間はいずれも4年で、この間の金利は固定されます。また、適用金利はオペ実施時のリファイナンス金利(現行0%)とし、ネットの貸出額が基準を上回っている銀行にはこれを下回る金利が適用されます。

民間銀行は、2016年1月31日時点の(金融機関を除いた企業向け貸出ならびに住宅ローンを除いた家計向け貸出を併せた)貸出総額(約1.5兆ユーロ)から2014年実施の2回のTLTROによる借入額(総額2,120億ユーロ)を除いた金額の30%を上限とした借入を行えることとなります。TLTRO IIを通じた借入は約1.25兆ユーロと予想されます。TLTRO IIの国別予想は図表4の通りです。

注目されるのは、民間銀行がTLTRO Iから、条件がより有利なTLTRO IIへの借換を行えることです。特に重要なのは、TLTRO IIではマイナス金利の適用が可能なことで、中銀預金に適用されるマイナス金利によってコストが一部削減されることです。広い観点からすると、TLTRO IIIは、要件を満たしてより低コストの長期資金調達を行うために、実体経済への貸出を増やそうとのインセンティブを銀行に対して新たに提供したと言えます。また、TLTROがECBのフォワード・ガイダンスの強化に資することも重要です。

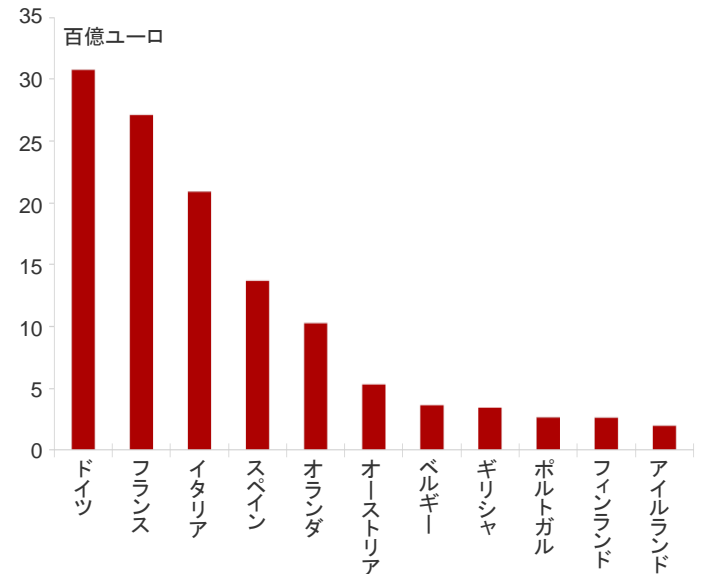
【5】金融機関を除く投資適格社債を買入対象に含んだ社債買入プログラム(CSPP)の新規設定

社債を買入対象資産とすることに意外感はなく、このプログラムが状況を根底から変える「ゲーム・チェンジャー」だとも思われませんが、CSPPは買入対象資産のユニバースを拡大することで、量的緩和プログラムの円滑化に資することは明らかです。もっとも、ECBの議事録だけでは技術面の詳細を知ることは出来ません。

CSPPは「2016年4-6月後半のいずれかの時点」で実施され、リファイナンス・オペレーションの担保として認められるすべての社債が「今後発表される条件を満たしている限り」、理論上、買入対象となり得ます。国、セクター、格付け等、買入資産の内訳は公表されません。

図表4:TLTRO II 予想国別規模

月次、期間:2010年1月~2016年1月



出所:ピクテグループ

一部セグメントの流動性が低いことに対する投資家の懸念を勘案すると、技術面での条件がCSPPのみならずPSPPIにも大きな影響を及ぼすことが予想されます。

【6】集団行動条項付債券(CAC債券)を除くソブリン債の発行体上限を50%に引き上げること

ECBは証券ならびに発行体別買入の上限を、国際機関(SSA)ならびに多国籍の開発銀行に限って33%から50%に引き上げています。また、PSPPIに基づいて買入れた証券の上限は、12%から10%に引下げられていますが、ECBの保有比率は8%から10%に上昇することとなります。

なお、一部識者の間では以下のような施策が議論されていますが、ECBは、現時点では、導入の可能性を排除しています。

- ・量的緩和プログラムを2017年3月以降も延長
- ・中銀預金金利の適用に係る準備預金の階層方式の導入
- ・証券別買入上限、買入対象証券の最低利回り、(ECB資本金出資比率に準拠した国別買入等に係る)技術的な基準

<次ページに続きます>

予想以上に慎重だった、 ECBスタッフ予測

ECBスタッフ予測は、世界経済の低迷とユーロ圏経済の先行きを巡る懸念を反映し、予想以上に慎重なものとなりました(図表5参照)。実質GDP成長率は、2016年が前年比+1.4%(前回予想は、前年比+1.7%)、2017年が同+1.7%(同+1.9%)といずれも下方修正されました。また、今回初めて発表された2018年予想は同+1.8%でした。外部要因(原油安など)と5%程度のユーロ高を勘案しても、下方修正の幅は想定外に大きく、堅調な内需やECBの新しい緩和策の効果を十分に反映しているとは思えません。

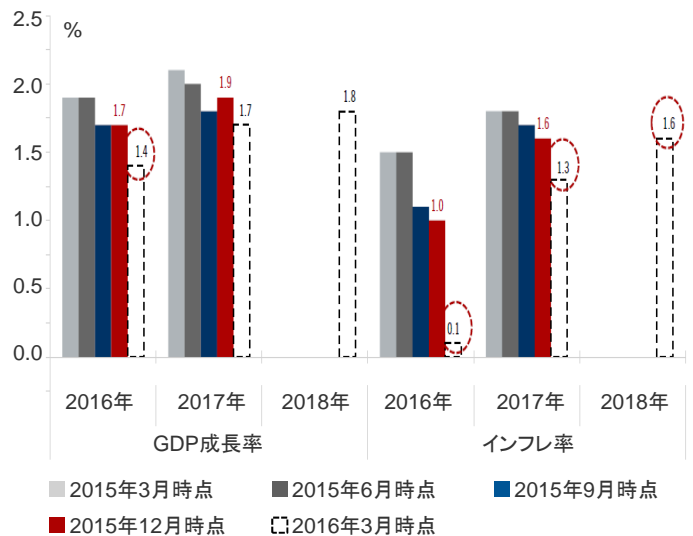
スタッフ予測に大きな影響を及ぼしたのはインフレ見通しです。2016年のユーロ圏消費者物価指数(総合インフレ率、欧州連合(EU)統一基準インフレ率、HICP)予想は、主に原油価格の35%の下落を反映し、前回2015年12月予想の前年比+1.0%から、同+0.1%に大幅に下方修正されました(図表6参照)。一方、HICPコア・インフレ率予想は、前回予想の前年比+1.3%から同+1.1%への下方修正に留まっています。2017年のHICP予想は、前回予想の前年比+1.6%から同+1.3%に下方修正され、今回初めて発表された2018年HICP予想は同+1.6%と、いずれも、ECBのインフレ目標(2%未満で、その近辺)を大きく下回っています。

スタッフ予測が慎重だったのは、ECBがインフレ目標の達成時期を、さらに1年間先送りしたことの表れといえるでしょう。原油安やユーロ高などの外部要因に加え、国内価格に上昇の勢いが欠けることが原因だと思われるが、原因が何であれ、コア・インフレに2次的影響(下押し圧力)が及ぶことを脅威と考え、ECBは大胆な施策を決定したと思われる。2018年のHICP予想(長期予想)は、今後、「需給ギャップの着実な縮小が予想されることから」当面、前年比+1.6%で横這いの推移が予想されます。一方、雇用状況を巡る懸念は払しょくされず、特に失業率は、「これまで予想されてきたペースは下回る」としても、上昇が見込まれます。

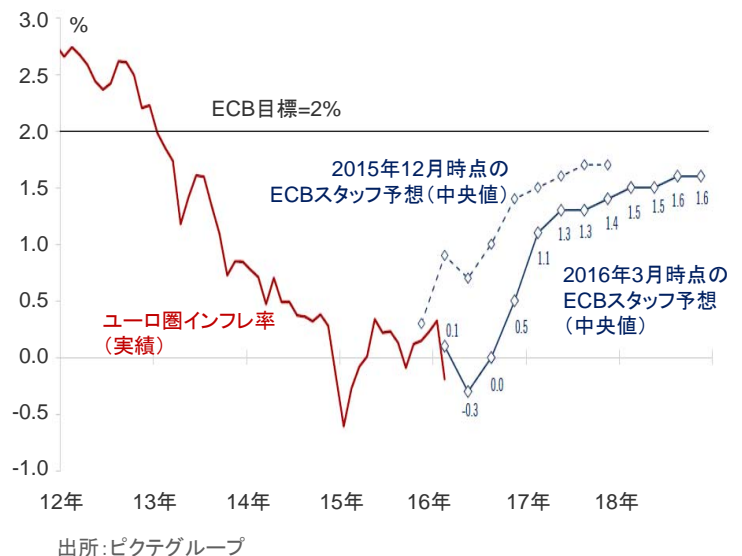
慎重なスタッフ予測の背景には、ふたつの理由が考えられます。一つは、新たな社債の買入やTLTRO IIが始まるのは2016年6月なのに、その効果が2018年予想に十分織り込まれていないのではないか、ということです。ECBは、徹底分析を行う前に、マネーや金融の情勢を再度評価したいと考えているのかもしれない。もう一つは、大胆な金融緩和策を導入したにもかかわらず、失望を誘う状況が繰り返されることを避けるため、控えめな経済予測を決定するに至ったのではないかとことです。

<次ページに続きます>

図表5: GDP成長率とインフレ率の
ECBスタッフ予測



図表6: ユーロ圏インフレ率の推移
前年同月比、期間: 2012年~2018年(予想含む)



ECBの発表から見えること

ECBの決定は、以下の3点を示唆していると考えます。

- ① 現在の域内経済に灯るふたつの危険信号(インフレへの2次的影響と銀行セクターへの負の影響)に対し、ECBは大胆かつ先手を打った対応をしたいと考えた。つまり、ECBは、足元の経済情勢が「バズーカ砲」の効果を保証するものではなく悪化するリスクを示唆したものだと考えた。
- ② ECBは、短期的なコストがかさむことには目を瞑り、経済成長の押上げ要因になることを期待して、為替や債券市場ではなく銀行を通じての信用供給を優先させた。
- ③ ECBは、非伝統的施策を使い果たしたわけではない、ということ、市場に明確に周知したかった。

現在、ユーロ圏はインフレ率の長期の低下懸念がますます強まる状況にあります。こうした中で、ECBは、スタッフ予測を下方修正することによって、追加の金融緩和策を打つ準備がある、という態度を示したといえるでしょう。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

政策金利を据え置いたスイス中銀、今後の金融政策は

2016年3月17日、スイス中銀は政策金利の据え置きを決定しました。ECBの追加金融緩和策が対ユーロのスイスフラン・レートにほとんど影響しなかったことが幸いした格好です。今後も、スイスフラン高が進行する場面では、SNBは為替介入とマイナス金利幅の拡大という二つの手段で対処する公算が高いと考えます。

スイス中銀、政策金利を据え置き

スイス国立銀行（中央銀行、SNB）は、2016年3月17日、四半期毎に開催する金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決定しました。3か月物スイスフランLIBORの誘導目標は-1.25%～-0.25%のレンジに、また、中銀預金金利は過去最低水準の-0.75%に維持されました（図表1参照）。また、SNBは、スイスフランの一時的な上昇には市場介入で対処する意向を繰り返しています。

SNBは、原油安を理由にインフレ見通しを下方修正し、2016年予想を2015年12月時点予想の-0.5%から-0.8%に、2017年予想を+0.3%から+0.1%に引下げました。（今回初めて発表した）2018年予想は+0.9%としました。また、国内経済の回復が鈍化するとの見方から、2016年のGDP（国内総生産）成長率予想を、従来予想の1.5%前後から1.0-1.5%のレンジに修正しました。

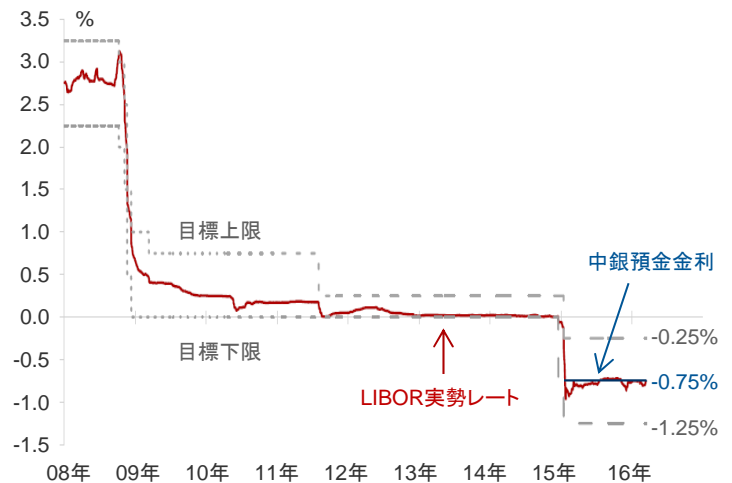
今回の決定に意外感はありません。3月10日に発表された欧州中央銀行（ECB）の追加金融緩和策が対ユーロのスイスフラン・レートに殆ど影響しなかったこと、とりわけ、ECBが今後の利下げの可能性を示唆しなかったためユーロ安圧力が後退したことが、SNBの政策金利据え置きを可能にしたとも言えそうです。

SNBの金融政策が、ECBの行動とスイスフランへの影響に左右される状況は変わりません。SNBは当面、マイナス金利を維持し、一時的なスイスフラン高には為替介入で対処するものと見られます。

当レポートでは、一段のスイスフラン高に際してECBが導入すると想定される対策を検証します。

図表1：3か月物スイスフランLIBORの推移

期間：2008年1月～2016年3月



出所：ピクテグループ

想定されるスイスフラン高対策

物価の安定はSNBの主要な責務です。足元のインフレ率は、「消費者物価の上昇率を年率2%未満とする」という目標水準を遥かに下回っていますが、中長期の安定的なインフレ期待を勘案すれば、この2%という数値目標は依然として有効だと思われます。しかし、スイス経済は（物価下落と实体经济の縮小とが相互に進行する）デフレ・スパイラルの危機と無縁だとは言いきれない状況です。欧州の政情を巡る不透明感や、諸外国の積極的な金融政策、世界経済の低迷等を背景に、スイスフラン高が進行する可能性は否めず、行き過ぎたスイスフラン高の阻止は重要な課題です。

このような状況でSNBが導入し得る対策にはどのようなものがあるでしょうか？ 想定される複数の対策を、導入が可能だと思われる対策と、現時点での導入は難しいと思われる対策とに分け、検証します。

<次ページに続きます>

【1】導入可能な対策

① 為替介入

ボラティリティの上昇を伴う市場の混乱時には、為替市場への介入を通じ、一時的なスイスフラン高の阻止を図ることが可能です。為替介入とマイナス金利は、2005年1月以降、SNBの金融政策の「二つの柱」となっています。

② 利下げ幅の拡大

スイスフランの著しい上昇に際しては、3ヵ月物スイスフランLIBORの誘導目標のマイナス幅を拡大し、他通貨との金利差幅を設定し直すことで、スイスフラン投資の妙味を減じることが可能です。理事会メンバーの最近の発言は、SNBがマイナス金利とその効果に違和感を感じていないことを示唆しています。

一方、政策金利のマイナス幅の拡大には、二つの問題点が挙げられます。一つは、タンス預金を急増させずにマイナス金利幅を拡大するには限度があることです。金融仲介機能と、マネーの波及機能が損なわれることに他ならないからです(図表2参照)。

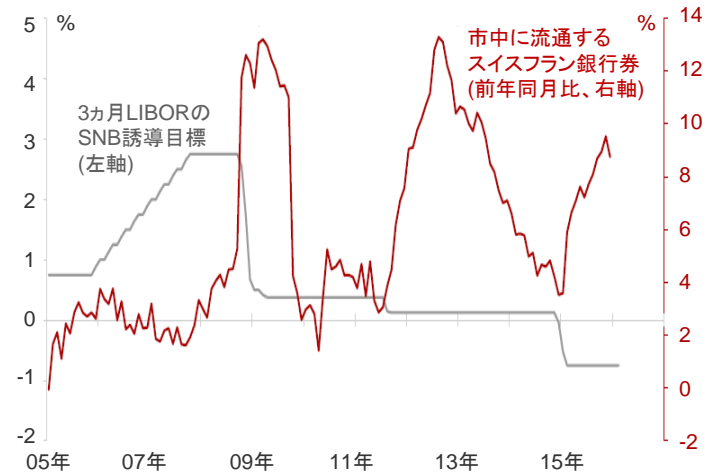
もう一つは、マイナス金利が銀行の収益を圧迫するため、その評価が、これまで以上に疑問視されつつあることです。スイスの民間銀行は、利鞘縮小の圧力に住宅ローン金利の引き上げで対抗しています(図表3参照)。不動産市場の過熱を抑える手段として歓迎されるとの見方もあるようですが、マイナス金利は、不動産市場の不均衡を是正する手段として適切とは思われません。

③ マイナス金利適用基準の見直し

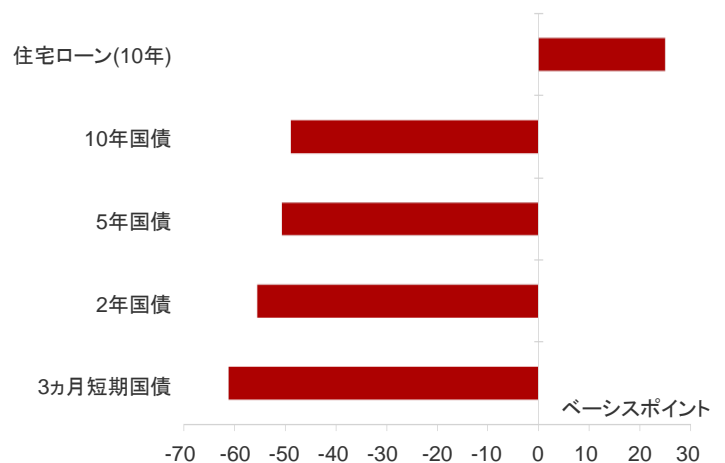
マイナス金利の適用免除の「基準」となる準備預金残高の調整も、利下げの代替となり得ると考えます。現在マイナス金利は、SNBに口座を持つ民間銀行ならびにその他金融機関の「基準」を超えた預金残高のみに適用されており、国内銀行に適用される基準は、法定準備金から手元現金の純増分を差し引いた金額の20倍となっています。

もっとも、マネーの波及の観点からすると、基準の見直しからさほどの効果が上がると思われません。SNBは、マイナス金利の短期市場金利への波及が限界金利を通じて行われるものであり、したがって、限界金利を変更せずに基準を変えても多くは期待できないことについて、何度か言及しています。

図表2: LIBOR誘導目標とスイスの貨幣量の推移
期間: 2005年1月～2016年3月



図表3: スイスの国債利回りと住宅ローン金利の変化幅
時点: 2015年1月と2016年3月の比較



出所: ピクテグループ

したがって、基準の見直しは単独ではなく、利下げと組み合わせるのが有効だと思われれます。現時点での導入の可能性は低いと思われれますが、ジョルダンSNB総裁が最近言及していることを勘案すると、可能性は排除できません。

<次ページに続きます>

【2】現時点では導入の難しい対策

④ 為替レート上限の再設定

非常事態ともなれば、2015年1月に撤廃した対ユーロのスイスフラン上限レートを再設定（あるいは対通貨バスケットの上限レートを設定）することもありえるでしょう。もっとも、2015年1月の上限撤廃時に市場とのコミュニケーションの不手際を巡って問題が露呈し、非難の矢面に立たされたSNBは、再設定を回避する公算が高いと思われます。

⑤ 限定的な量的金融緩和

為替レート上限の維持を、外貨建て資産の買入れを通じた量的金融緩和の一形態とみなすならば、為替レート上限を再設定する代わりに、買入額を事前に通知しインフレ動向次第で買入額を調整する、という手法も可能だと思われます。為替レート上限設定とは異なり、資産買入額を固定することは、通貨のボラティリティを排除する必要性を回避し、市場取引が「一方向に傾く」リスクを軽減します。また、SNBは、無制限介入への関与を回避できます。更に、①に前述した当座しのごの為替介入とは異なり、事前に金額を定めた資産の買入は金融緩和の姿勢をより効果的に示すことでインフレ期待を醸成し、スイスフラン安やインフレの上昇をもたらすことにつながるとも考えられます。現時点での導入の公算は低いものの、インフレ期待が低下し、マイナス金利の弊害がこれまで以上に議論されるような状況では、選択肢となり得るかもしれません。

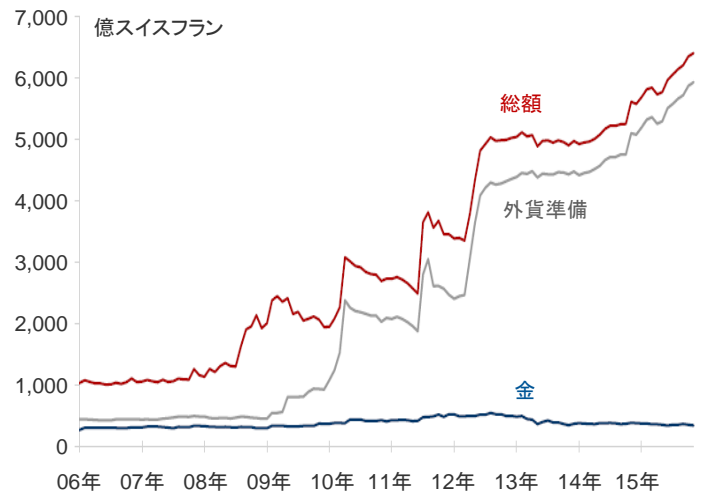
国内資産の買入に限定した「伝統的な量的金融緩和プログラム」にも一考の余地があるかもしれません。もっとも、スイスには買入対象となる国内資産が少ないことから、他国の場合と比べると、効果は限定的です。スイス国債の発行残高は、GDP比12%の750億スイスフランに留まります。

⑥ ソプリン・ウエルス・ファンドの設立

ノルウェーやシンガポールのようにソプリン・ウエルス・ファンドを設立することについては、スイス国内でも関心が高まっており、SNBの外貨準備を使ったファンドの設立が検討されています。足元の外貨準備は約6,000億スイスフラン（SNBのバランスシートの92%、GDP比94%に相当）ですが、外貨準備は為替介入の結果として積み上がったものであり、金額は一定ではありません（図表4参照）。また、SNBの金融政策の裁量の余地を限定することは、政策の効率性を損なうことにもなりかねません。したがって、行き過ぎた通貨高を是正する手段として適切だとは思われません。

図表4: SNBのバランスシート推移

期間: 2006年1月～2015年12月



出所: ピクテグループ

⑦ ヘリコプターマネーの導入

ヘリコプターマネーは、スイスの政治家やエコノミストの間でも関心を集めています。ヘリコプターマネーとは、大量に印刷した紙幣をまるでヘリコプターからばら撒くかのように国民に直接供給するという施策です。需要とインフレの喚起には有効かもしれませんが、スイスフラン高の抑制にはつながらない恐れもあることから、導入の可能性は低いと考えます。

まとめ

SNBはスイスフラン高阻止のための手段を使い果たしてしまっただけではありません。一段のスイスフラン高には、為替介入とマイナス金利幅の拡大という「二つの柱」で対処する公算が高いと思われます。

さらに、インフレ期待が低下し始めマイナス金利の弊害がいま以上に問題視される状況になれば、海外資産を買入対象とし買入額を事前に通知する量的金融緩和で対処することも可能だと考えます。ただし、現時点での導入の可能性は極めて低いと見られます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

米小売統計：2月は低調だったが、個人消費の見通しに変化なし

米国の2016年2月の小売売上高統計は総じて期待外れの内容となりましたが、労働市場の改善などが見込まれることから、2016年の個人消費は1-3月期、通年ともに底堅く推移すると見えています。

小売売上高、コア小売売上高ともに低調

米国の2月の名目小売売上高は、前月比-0.1%と市場予想の同-0.2%を僅かに上回りましたが、1月改定値は、速報値の同+0.2%から同-0.4%に大きく下方修正されました(図表1参照)。

ガソリン価格の急落を背景に、ガソリンスタンド売上が前月比-4.4%と不振を極めたことが響きました。自動車売上も同-0.2%と低調でしたが、既に発表されていた2月の自動車販売統計から想定された通りの数値となりました。一方、建設資材(及び園芸関連)売上は、同+1.6%と好調でした。

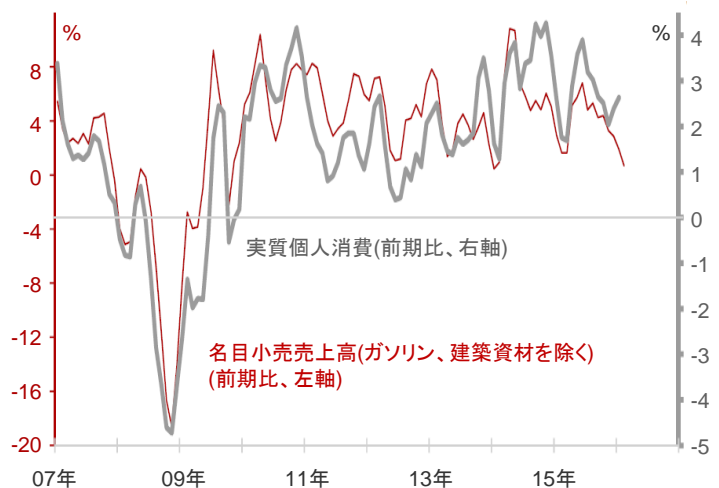
名目小売売上高から、最も変動の大きい項目を除いたコア小売売上高(GDPの個人消費支出の算出に使われる数値)も予想以上に低調でした。2016年2月のコア小売売上高は、前月比+0.0%と、市場予想(同+0.2%)に届きませんでした。また、1月改定値は速報値の同+0.6%から同+0.2%に下方修正されました(図表2参照)。(ただし、2015年12月改定値は速報値の同-0.3%から同-0.2%に僅かながら上方修正されました。)したがって、1-2月のコア小売売上高は、2015年10-12月期比+1.1%(年率)に留まり、伸び悩みの目立った10-12月期の前期比+1.6%(年率)を更に下回りました。

米小売売上高、今後の見通し

年初以降の小売売上高は予想以上に低調ですが、小売売上高統計は名目ベースで測定されるため単月の数値は振れが大きいのが特徴です。1月改定値がそうだったように、大幅な修正も珍しくないことには留意が必要です。また、コア小売売上高は個人消費の25%を占めるに過ぎないため、コア小売売上高だけを見て個人消費の伸びを占うのは適切といえません。

図表1：米国小売売上高と個人消費

3か月移動平均、年率、期間：2007年1月～2016年2月



図表2：米国コア小売売上高

3か月移動平均、年率、期間：2005年1月～2016年2月



出所：ピクテグループ

<次ページに続きます>

2016年2月の小売売上高統計は失望を誘う内容に終わりましたが、1-3月期の個人消費が堅調さを維持するとの見方は変わりません。2015年10-12月期には暖冬などの季節要因を背景に落ち込んでいた光熱費が増加に転じていることに加え、ガソリン価格の低迷が引き続き個人消費にプラスの効果を及ぼすと考えるからです。

1月の米個人消費支出は2015年10-12月期比+3.6%（年率）と堅調です。1月小売売上高の下方修正を受けて、個人消費支出も下方修正される可能性は残りますが、現段階では、1-3月期の個人消費支出の予想に変更はありません。

米個人消費は、2016年を通じて良好な推移を予想

米国の家計の消費についても、年内を通じて良好に推移するとの見方は変わりません。雇用の伸びは若干の鈍化が予想され、また、ガソリン安による実質所得の押し上げ効果は2015年ほどには期待できませんが、雇用の伸びは今後も続き、賃金の伸びも次第に勢いを増していくものと見ているからです。原油安からは、2015年ほどではないにしても、ある程度の恩恵があるものと期待されます。また、2015年中に発生した実質所得押し上げ分の全てが消費に回っていなかったことも勘案する必要があると考えます。貯蓄率は過去の平均と比べて高位に留まっていますが、今後数カ月のうちに低下し始めることもあり得ると考えます。したがって、2016年の個人消費は、2015年の平均伸び率は下回るとしても、相対的に良好であると見ており、米国の経済成長率についても相対的に堅調な推移が予想されます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

ピクテのウェブサイト 最新情報にキャッチアップ!

ピクテ

検索

<http://www.pictet.co.jp>

Market Flash マーケット関連ニュース

ヨーロッパから見た世界のマーケット関連情報
ピクテならではの分析はこちら

MF



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/markets>

Today's Headline 今日のヘッドライン

今、マーケットで注目の話題をプロの視点でレポート
平日夕方 毎日配信中!

TH



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/headline>

Fund Watch ファンド関連ニュース

ファンドの現状と日々変動するマーケットの関係を
詳しく、解りやすく解説します

FW



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/fundinfo>

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。