

# Market Bulletin

2015年12月4日

## ECB: 追加の金融緩和を発表; 市場の反応に惑わされるべきでない

### 要旨

- 12月3日、欧州中央銀行(ECB)は理事会を開催し、追加の金融緩和を発表した。これには中銀預金金利のマイナス幅拡大や、債券買入期間の延長などが含まれる
- 昨日の市場の反応である「ユーロ高、株価下落、金利上昇」から、今後の投資の示唆を見出すのは適切でないと考えている。なぜならば、昨日の反応は、多くの利益確定の売買を伴っていたと見られるからだ
- 筆者は、昨日見られたユーロ高を契機に、今後ユーロ高・ドル安が進展していくとは考えていない。なぜならば米国では利上げを控える一方で、ユーロ圏では金融緩和が既に実施され、さらに強化された形で継続していくからだ。また、昨日ユーロ圏の株価は下落したものの、筆者は、ECBによる金融緩和と企業業績の回復を理由に、ユーロ圏の株価は今後底堅く推移していくと考えている

### はじめに

ECBのドラギ総裁は、過去、市場の期待を高めたうえで、それを上回ってきました。しかし、市場の期待を常時超えるということは、どのような人物であっても不可能です。そして、それが明らかになったのが12月3日だったと言えるでしょう。ドラギ総裁は、債券買入期間の延長や中銀預金金利のマイナス幅拡大を発表しましたが、市場の期待には届かなかったようです。

しかし、市場はいずれ「本質」に注目していくでしょう。「本質」とは、すなわち「今回のECBの措置は、新たな金融緩和である」ということです。

Michael Bell  
Global Market Strategist  
Market Insights

Akira Kunikyo  
Global Market Strategist  
Market Insights

Guide to the Markets Japan  
のダウンロードはこちらから  
[www.jpmorganasset.co.jp/guide](http://www.jpmorganasset.co.jp/guide)

## 追加緩和の内容

12月3日、欧州中央銀行(ECB)は理事会を開催し、追加の金融緩和を発表しました。概要は以下の通りです。

- 中銀預金金利について、マイナス幅を0.1%拡大し、マイナス0.3%とした
- 債券の買入期間を6ヵ月延長し、2017年3月までとした
- 買入済みの債券が満期償還を迎えた際に、元本を再投資していくとした
- 債券の買入対象として、新たに地方債も加えた
- (市場から期待されていた債券の買入額の拡大は、実施されなかった)

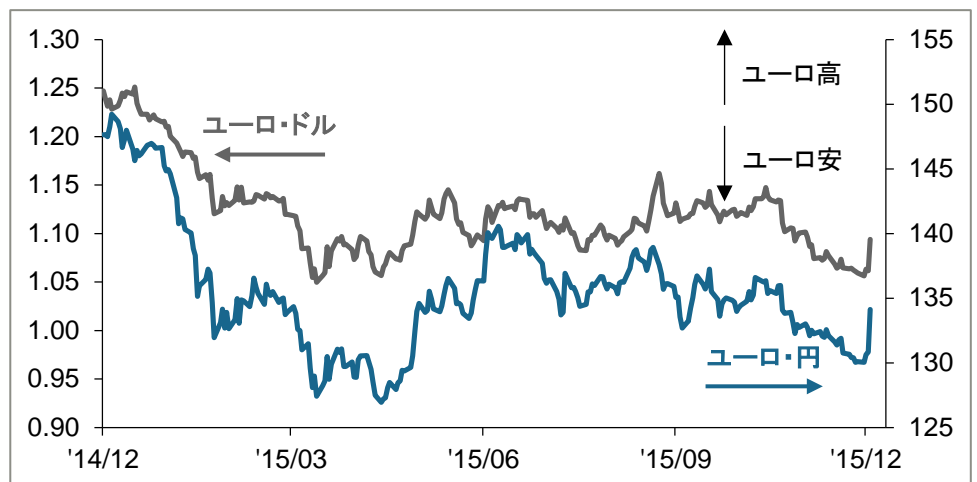
## なぜ市場は落胆したか

追加緩和の発表後、ユーロは対ドルで2%程度上昇しました。また、ユーロ圏の株価は3%程度下落し、国債利回りは上昇して取引を終了しています。しかし、昨日の市場の反応である「ユーロ高、株価下落、金利上昇」から、今後の投資の示唆を見出すのは適切でないと考えています。なぜならば、昨日の反応は、多くの利益確定の売買を伴っていたと見られるからです。

市場参加者の多くは、中銀預金金利について0.1%以上の引き下げを望んでいたと見られます。また債券の買入額が据え置かれたことも、投資家の落胆を誘ったと見られます。しかしFRBの量的緩和政策の際、買入額が据え置かれていた点は、改めて意識すべきかもしれません。

会見では、記者から、買入額の据え置きについて疑問の声が挙がりました。これに対し、ドラギ総裁は、「消費をドライバーとして、緩やかな景気回復が見えてきていることもあり、今回の追加緩和で十分にインフレ目標を達成できる」としましたが、「インフレ率の見通しに関しては、下方リスクのほうが高く、必要な場合には更なる措置を検討する」としています。インフレ率の伸びが低下するのであれば、来年にかけても、政策の方向性は依然として『緩和』です。

図1: ユーロ・ドルとユーロ・円の推移(2014年12月1日~2015年12月3日)



出所: Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

## なぜ追加緩和を行ったのか

欧州経済は決して不調なわけではありません。例えば、失業率の改善や消費者マインドの回復は、欧州の内需を支えています。また借入コストの低下に伴って銀行貸出の増加が見られており、加えてユーロ安によって欧州の輸出企業は恩恵を受けています。これらを反映して、ECBの成長率見通しは2016年に前年比1.7%増となっています。ただし、政策当局は新興国の下振れリスクを警戒しています。

景気回復が見られている中で、なぜ追加緩和が行われたか、奇妙に考える向きもあるでしょう。実際、ECB理事会は全会一致で追加緩和を決定したわけではありません。

しかし、ECBの新たな予測においても、つまり金融緩和を強化したうえでも、インフレ目標を下回って推移する見込みです。重要なことは、インフレ目標の達成が長引けば長引くほど、ECBに対する信頼感が低下し、インフレ期待も低下していく可能性です。仮にインフレ期待が低下すれば、(名目金利からインフレ期待を差し引いた)実質金利は上昇してしまい、金融引き締めの状態となってしまいます。ECBはこのシナリオの具現化を恐れたと見られ、ドラギ総裁は追加緩和の理由として、「インフレ目標達成への道筋を確かなものとし、中期的なインフレ期待を安定させるため」と述べています。

## 投資への示唆

筆者は、昨日見られたユーロ高を契機に、ユーロ高・ドル安が進展していくとは考えていません。なぜならば米国では利上げを控える一方で、ユーロ圏では金融緩和が既に実施され、さらに強化された形で継続していくからです。確かにユーロは昨日反発しましたが、10月のECB理事会前と比べると、依然としてユーロ安の水準に位置しています。

昨日ユーロ圏の株価は下落したものの、筆者は、ECBによる金融緩和と企業業績の回復を理由に、ユーロ圏の株価は今後底堅く推移していくと考えています。加えて、金融緩和による低金利環境の進行やユーロ圏経済の回復は、欧州ハイ・イールド債券にも良い影響をもたらすと見ています。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2015年12月4日時点におけるJ.P.モルガン・アセット・マネジメントの見通しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見通しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見通しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港: 証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド: 証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド、シンガポール: 金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾: 金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本: 金融庁の監督下にあるJPモルガン・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330号 加入協会: 日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)、韓国: 金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(コリア)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア: 証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080) (AFSL376919) (Corporation Act 2001(Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断する際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。

© 2015 JPMorgan Chase & Co.