



## Market Insights

# ECB: ドラギ総裁「テーパリングかんしゃく」を体験

2016年9月26日

## ゼーン・E・ブラウン

パートナー、債券ストラテジスト

9月8日の欧州中央銀行(ECB)会合後の市場動向は、2013年に米連邦準備理事会(FRB)が誘発した市場の急落と似た状況の繰り返しでした。しかし投資家は量的緩和策に関するECBの意図を読み違えている可能性があります。

### 要旨

- 9月8日に発表されたECBの声明では投資家が予想した以上に放任主義的な金融政策姿勢が示され、その直後に市場は急落しました。
- しかしながら、投資家は先走っている可能性があります。ECBのマリオ・ドラギ総裁は政策転換について意思疎通のうまくとれた段階的なプロセスの重要性を理解しており、したがって債券買い入れ規模縮小の可能性は低いと見られます。
- 結局のところ、ECBの意図するところは投資家が懸念するほど強いタカ派色ではないと見られます。9月8日のドラギ総裁のコメントは、一段と包括的な資産買い入れプログラム拡充の要素を示唆していると考えられます。
- **鍵となる論旨** – ECBと他の中央銀行が金利の「一段の低下と長期化」を進める金融政策を転換させることは当面ないと予想されます。

9月8日のECBの声明とそれに続くドラギ総裁の記者会見は、投資家が予想した以上に放任主義的な金融政策姿勢を示唆するものでした。ECBによる債券買い入れプログラムの明白な拡充あるいは延長についてコメントがなかったことは、同プログラムの2017年3月という「ソフトな最終時期」の先もECBが気前の良い政策を続けることに関する何らかの保証を期待していた投資家たちを失望させました。ECBの不透明な声明とドラギ総裁のはっきりとしないコメントが、保証の言葉を覆い隠しました。投資家は債券売りによって反応し、債券価格は欧州、日本、そして米国で軟調となりました。

2013年5月、当時のベン・バーナンキFRB議長がFRBの量的緩和策(QE)の下での債券買い入れ規模を縮小すると示唆した後、いわゆる「テーパリングかんしゃく」と呼ばれる米国債利回りの急騰が起きました。このときと比べて今回はさほど劇的ではないものの様相は似かよっており、投資家は今回も見覚えのあるメッセージを送りました。つまり中央銀行による買い入れがなければ、投資家は現在の価格で債券を買う意欲は薄いという点です。

### 教訓を得て

9月のECB会合直後に債券、株式価格はともに下落したものの、その影響は2013年のテーパリングかんしゃくに比べればはるかに小さいものでした。2013年当時、投資家のパニック売りに

より、10年物米国債利回りは2013年5月から年末にかけて1.7%から3%超にまで急騰したのです(ブルームバーグのデータによる)。

この違いはなぜでしょうか？投資家がFRBによるQE縮小をかつて経験したこと、そしてドラギ総裁が同様の状況に対処したFRBの戦略を観察する機会を得ていたこと、こうした事実が政策動向と市場の反応両方を和らげたと考えられます。投資家は、中央銀行による債券買い入れ縮小という現実が、彼らの当初の予想よりもさらに悪い結果をもたらしたことを学んでいたのです。ドラギ総裁もまた、ECBによる債券買い入れの重要性がすでに認識されるなか、意思疎通のうまくとれた緩やかなプロセスの重要性を学んできたはずで

す。米国での2013年の政策転換—ECBが2016年に示すと見られる転換よりはるかに劇的な—の教訓を得た後であることから、投資家も政策立案者も、今回は一段とバランスの取れたアプローチを採用するはずで

## 行間を読む

す。より重要なのは、ECBが債券買い入れ規模を縮小する予定はまだないと見られる点です。

2013年のテーパリングかんしゃくと異なり、ECBに対する投資家の反応は債券買い入れ縮小に向けた明らかな政策転換に対するパニックではなく、むしろ、ECBの債券買い入れプログラムの延長について明白な言葉がなかったことへの危惧だったと言えます。しかし恐らくはそれさえも過剰反応だったと言えるでしょう。ドラギ総裁のコメントは、恐らく投資家が望んだほど熱烈ではなかったとはいえ、資産買い入れ延長を暗に意図する内容でした。ドラギ総裁は「ECBスタッフによる予測に盛り込まれた、そして…[インフレ率の]2%[への回帰]に向けて必要な、非常に重要な…金融面での下支えを維持していく」と述べました。このコメントは、資産買い入れを通じた金融下支え策がこの先も維持されることを示唆していると考えていいでしょう。

ドラギ総裁はさらに、資産買い取り実行を制限しているプログラム規制が緩和される可能性があることを示唆しています。「(ECBの)政策理事会は、買い入れプログラムの円滑な実行を確実にするための選択肢を評価するよう関係委員会に指示した」としています。債券買い入れの継続を確実にするための方策としては、マイナス0.4%という利回り制限の緩和、発行規模及び発行体に関する制限枠の拡大、あるいは制限緩和による周辺諸国債務の買い入れ増額が挙げられるでしょう。

最終的なECBの意図は、投資家が懸念するほど強いタカ派色ではないでしょう。一段と包括的な資産買い入れプログラムの拡充という要素は、ドラギ総裁そしてECB双方の言葉の影に隠れてしまっているようです。

## 展望

9月8日のECB政策発表とそれに続くドラギ総裁の記者会見後、株式と債券価格は下落しましたが、これはQEの継続に関するソフトな言い方に対する過剰反応であったと見られます。10月のECB会合に向けて、債券買い入れへの制限規定の明確な緩和措置と2017年3月以降もECBの債券買い入れプログラムを延長するとの明言への期待が高まって行くと思われ

ます。9月8日のドラギ総裁のコメントはこのどちらの策も検討中であることを暗に示唆していたと見られます。

とはいえ、8月に米ワイオミング州ジャクソンホールで開催されたFRB会合において世界の中央銀行幹部たちから自画自賛のコメントを聞かれた後であることを考えればなおさら、金利の「一段の低下と長期化」を推進する金融政策が直ちに転換される可能性は低いでしょう。むしろ、ドイツが減税を議論し、英国が付加価値税(VAT)削減を検討し、米国でのインフラ支出拡大への期待が高まる(可能性が明らかになるのは11月の選挙後)なか、主要経済国での財政政策動向が何らかの形で現在の動きに加わっていく可能性が高まっていきそうです。2017年に金融、財政政策が一体となって進めば、ECBの直近の政策発表に対する市場の現在の反応が示唆するのは大きく異なる経済、投資環境が生まれる可能性があります。

---

本リサーチには、将来の事由についての特定の前提をもとにした「将来の見通しに関する記述」という特定の前提が含まれています。実際の事由を予測することは難しく、前提とした内容と異なる可能性があります。将来の見通しに関する記述が実現するかどうか、または実際のリターンや結果が本リサーチで記述した内容と大きく異なるものとならないかどうかについて、保証することはできません。

金融市場のトレンドに関する記述は現在の市場情勢を基にしたものでありこの先変動する可能性があります。市場が将来同様の状況下で同じようなパフォーマンスを生む保証は一切ありません。

前述の経済レポートで示された見解は発表日現在のものであり、今後その内容が変更となる可能性があります。また弊社の見解を表明するものではありません。本資料は特定の投資または一般的な市場に関する予測、リサーチ、投資アドバイスとしての利用を目的として作成されておらず、また法的・税務上の助言を提供するものでもありません。本資料は当社が信頼できるとされる情報に基づいて作成されておりますが、当社はその正確性および完全性について保証するものではありません。

**本資料は、情報提供を目的とした参考資料であり、有価証券の取得の申込み・取得の申込みの勧誘・売付けの申込み・買付けの申込みの勧誘、有価証券に関する投資助言をするものではなく、以上のいずれの行為に関しても一切用いることができません。また、本資料は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。**

著作権 © 2016 by Lord, Abbett & Co. LLC 無断複写・転載を禁じます。