

## 【ユーロ情報】

## ECBは景気支援の方針を明確に、年内利上げは断念

## ポイント

- ・ECBは定例理事会で、年内利上げを断念する方針を示す
- ・償還資産と同額の再投資を長期にわたり続ける方針を再確認
- ・超長期の銀行向け低利融資（TLTRO）の再開を発表

## ■ ECBは経済見通しの下方修正を反映し、景気支援の方針を明確に

欧州中央銀行（ECB）は3月7日の定例理事会で政策金利を据え置くとともに、利上げ時期の先延ばしを発表。さらに、ユーロ圏域内企業への与信の流れを維持するため、超長期の銀行向け低利融資を再び実施することもあわせて表明した。最新のユーロ圏の見通しで今年の成長率が大幅に下方修正され、景気減速が一過性のものではない可能性が意識されたことが、より踏み込んだ対応策の決定につながったとみる。今回の発表を受けて、ユーロ圏国債は値を上げ、通貨ユーロは弱含んだ。今回の発表の詳細は以下の通り。

## ①フォワードガイダンスの修正:

ECBはこれまでのフォワードガイダンスを修正し、主要政策金利は「少なくとも2019年末まで現行水準に据え置かれる」とした。ドラギECB総裁は、これは金利据え置きに対するECBのコミットメントを9月から12月まで3ヵ月延長するものと説明している。

## ②償還資産と同額の再投資を継続:

資産買入れを通じて保有している資産の償還資金について、同額の再投資を利上げ開始後も長期にわたり継続することを再確認した。

## ③超長期の銀行向け低利融資の再開:

ECBは新たな貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO-III）の実施を決定。同オペは2019年9月に開始され、2021年3月に終了する。各オペにより供給される資金の償還期限は2年と、前回のTLTRO-IIの半分とされた。同オペにより、銀行は2019年2月28日時点の適格貸出資産残高の最大30%に相当する資金の借り入れが可能となる。TLTRO-IIIは、特にTLTRO-IIを通じた資金供給の償還期限到来に伴う不必要な金融引き締めリスク、

銀行に資金調達面で影響が出始める懸念などを緩和することを目的としている（ユーロ圏では2020-2021年に約7200億ユーロのTLTROが償還を迎え、うち約3分の1がイタリアの銀行による償還となる）。同オペの実施は一定期間を通じ銀行の貸出増加に寄与しよう。

## ④リファイナンス・オペ:

ECBは主要オペであるリファイナンス・オペを全て、少なくとも2021年3月に開始する準備預金の積み期が終了するまでは全額割当方式で実施する方針を示した。

世界経済の減速や米中貿易摩擦などにより外需の見通しに不透明感が高まる中、IMFや欧州委員会は欧州各国の見通しを相次いで下方修正しており、ECBも今回、実質GDP見通しを大幅に引き下げた。さらに、ECBは見通しには依然として下振れリスクが優勢であると指摘し、インフレ見通しも予測期間を通じて下方修正している。政策金利の引き上げ時期の見通しは徐々に後ずれしており、今後も緩和的な金融環境が維持されよう。

ECB/ユーロシステムスタッフの経済見通し

	実質GDP (%)			
	18年	19年	20年	21年
18年9月時点	2.0 (1.8-2.2)	1.8 (1.0-2.6)	1.7 (0.6-2.8)	-
18年12月時点	1.9 (1.8-2.0)	1.7 (1.1-2.3)	1.7 (0.8-2.6)	1.5 (0.5-2.5)
19年3月時点	1.9	1.1 (0.7-1.5)	1.6 (0.7-2.5)	1.5 (0.5-2.5)
	インフレ率 (%)			
	18年	19年	20年	21年
18年9月時点	1.7 (1.6-1.8)	1.7 (1.1-2.3)	1.7 (0.9-2.5)	-
18年12月時点	1.8 (1.8-1.8)	1.6 (1.1-2.1)	1.7 (0.9-2.5)	1.8 (0.9-2.7)
19年3月時点	1.7	1.2 (0.9-1.5)	1.5 (0.8-2.2)	1.6 (0.8-2.4)

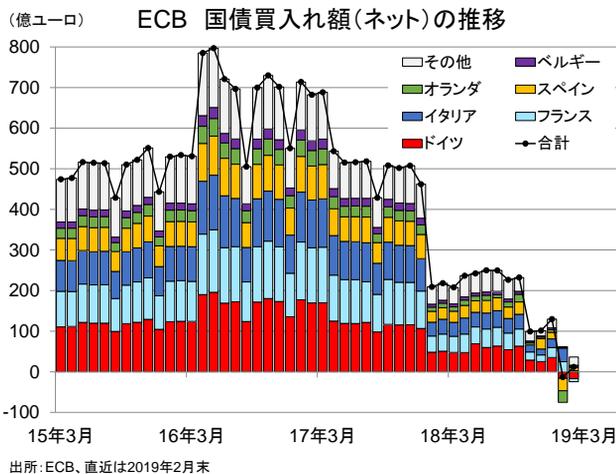
作成: 岡三証券

## ■ ECBの出口戦略は先行き不透明、2019年は総裁後任レースの行方にも注目

ECBの資産買入れは2015年3月に始まり、当初はユーロ圏加盟国の国債やEU機関債を中心に毎月600億ユーロの金融資産を購入。2016年4月～2017年3月までは購入額が800億ユーロに拡大されたが、デフレ懸念の後退や景気改善を受けて2017年4月以降は600億ユーロに戻り、2018年1月からは300億ユーロに減額、そして2018年末で新規買入れは停止された。ただし、ECBは、償還分の再投資は継続し、資産規模は当面維持する方針を示している。また、償還分の再投資を実施する間、各国の国債をECBが定める水準に調整していく姿勢を示している。ドイツやフランス、イタリアなど主要国の国債はすでに水準を超えて購入されているため、今後は減少することになるだろう。しかし、ECBは出口政策については景気とインフレ動向次第という姿勢を堅持しており、2019年1

月にはイタリアとフランスの国債を前月以上に購入していたことが明らかに。足元の経済状況を踏まえれば、ECBが今後順調に出口戦略を進められるかは不透明といえよう。

他方、2019年はECBボードメンバーの任期が相次ぐ。先日は、5月に任期を迎えるプラート理事（チーフエコノミスト）の後任に、アイルランド中銀のレーン総裁が内定。ドラギECB総裁の後任候補も徐々に絞りこまれつつあり、前フィンランド中銀総裁のリイカネン氏、フランス中銀総裁のビルロワドガロ氏、現ECB理事のクーレ氏、ドイツ連銀総裁のバイトマン氏、フィンランド連銀総裁のレーン氏などの名前が挙がっている。人事が固まるのは5月の欧州議会選挙後まで待つ必要があるが、ボードメンバーの半分が入れ替わることもあり、後任レースの行方には注意を払っておきたい。



2019年はECBボードメンバーの退任が相次ぐ

役職	氏名	任期
総裁	マリオ・ドラギ	2011年11月1日～2019年10月31日
副総裁	ルイス・デギンドス	2018年6月1日～2026年5月31日
専務理事	ピーター・プラート	2011年6月1日～2019年5月31日
専務理事	サビーヌ・ラウテンシュレーガー	2014年1月27日～2022年1月26日
専務理事	ブノワ・クーレ	2012年1月1日～2019年12月31日
専務理事	イブ・メルシュ	2012年12月15日～2020年12月14日

出所: ECBホームページ、2019年3月時点

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,240円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,240円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,480円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.242%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.242%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.35%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。

※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。

・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。

・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.08%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、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。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.78%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.2312%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.242%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2017年7月改定)