

# 欧州 ～一筋縄ではいかないECBの政策正常化～

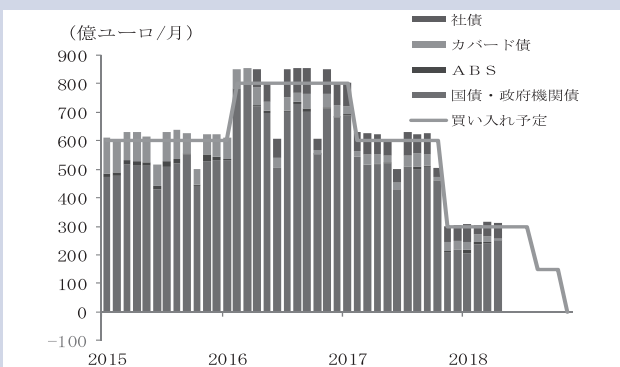
経済調査部 主席エコノミスト 田中 理(たなか おさむ)

## 年内の資産買い入れ終了を決定

ユーロ圏では中期的な物価の下振れリスクが後退したことを受け、域内の金融政策を一元的に管理する欧州中央銀行(ECB)が6月中旬、10月以降の資産買い入れ額を現在の月額300億ユーロから150億ユーロに減額したうえで、12月末に新規の買い入れを終了する方針を決定した。政策金利の一部をマイナス圏に引き下げ、追加利下げの余地がなくなったECBは、2015年春に大規模な資産買い入れを開始した。いよいよ、その終了に向けて動き出す。但し、このところの景気指標の軟化、金融市場の動揺、貿易戦争の脅威などを背景に、今後の経済データ次第で買い入れ終了を再考する余地も残している。

新規の買い入れ終了後も当面は満期償還を迎えた保有国債と同額の再投資をすることで、バランスシートの規模を維持する方針を示唆している。金融政策の正常化で先行する米国では、新規の買い入れ終了から初回利上げまでに14ヶ月、初回利上げから再投資停止までさらに22ヶ月を要した。また、昨年11月に利上げを開始した英国では、現在0.5%の政策金利が1.5%に達するまで再投資を継続する方針を示唆している。この点、ECBは今後の利上げ方針について、少なくとも2019年の夏中は政策金利を現行水準に据え置く方針を発表し、今後の物価動向次第で利上げ時期をさらに先送りする可能性も示唆している。

### 資料1 ECBの資産買い入れ額の内訳



## 来年後半の利上げ開始は簡単ではない

ECBの政策正常化への道のりは険しい。賃金上昇圧力の高まりや原油高を背景に、物価はこのところ緩やかな持ち直し傾向にあるが、その動きは引き続き緩慢だ。ECBスタッフの最新見通しでは、現在1%前後で推移するコア物価(変動の大きい食料とエネルギーを除いた基調物価)が、2019年に1.6%、2020年に1.9%へと大幅に加速する姿を描いている。その実現は困難とみられ、場合によっては物価見通しを下方修正しながら、利上げを開始する難しい選択を迫られそうだ。

また、金融市場参加者の間では、米国の利上げが2020年に入ると打ち止めになるとの見方が有力視されている。こうした見立てが正しいのであれば、米国景気が曲がり角に達する局面で、輸出依存度の高いユーロ圏経済が好調を維持し、利上げを継続していくことは困難を伴いそうだ。ECBの下限の政策金利は現在▲0.40%。来年後半に利上げを開始できたとしても、マイナス金利を解除できれば御の字と言ったところかもしれない。

こうしてみると、金融政策の正常化が十分に進んでいない段階で、ユーロ圏は次の後退局面や物価の低迷に見舞われる可能性がある。その際に、資産買い入れの再拡充余地も、金利の引き下げ余地も十分でない恐れがある。ようやく出口に着手するECBだが、そう遠くない未来に政策対応の限界が試されることになりかねない。

### 資料2 ユーロ圏の消費者物価の推移

