

## ECB政策会合：追加緩和を見送り？門戸は常に開いている

発表日：2010年10月8日(金)

～量的目標を採用していないECBの流動性供給・国債購入～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

- ◇ ECBは7日の政策会合で主要政策金利を現行の0.1%に据え置き。固定金利・無制限供給方式での流動性供給オペ、流通市場での国債購入措置を継続した。日米が追加緩和に動く中で消極姿勢が目立つとの見方もあるが、ECBの流動性供給策や国債購入措置は金額の上限を定めておらず、必要に応じて追加緩和に相当する効果を期待することが可能。
- ◇ アイルランドとポルトガルの財政不安の再燃に対しては、各国政府の対応を見守りつつ、国債の購入額を増額することで側面支援。一部銀行がECBの資金供給に過度に依存している点については、ひとまず無制限の資金供給を続けることで対応。来年以降は状況に応じて更なる出口を進めるかを検討する方針。ユーロ高進行については、「強いドルは米国の国益との米当局の考えと一致」、「人民元相場の柔軟な変動を許容すると中国政府の方針の履行を求める」など、牽制を続けている。
- ◇ ドイツの高成長で域内不均衡が拡大している点については、「現時点で何ら問題を感じない」と言及。このまま高成長が続けばインフレの初期的な兆候につながることも懸念されるが、足元の物価動向が安定しているうえ、輸出拡大を支えてきたユーロ安基調が反転していること、来年以降は財政引き締めに着手することから、景気も適度に抑制・インフレも安定圏にとどまると判断していると見られる。

### ■ 日米当局に比べて消極的？量的指標を採用していないECBは状況変化に柔軟に対応が可能

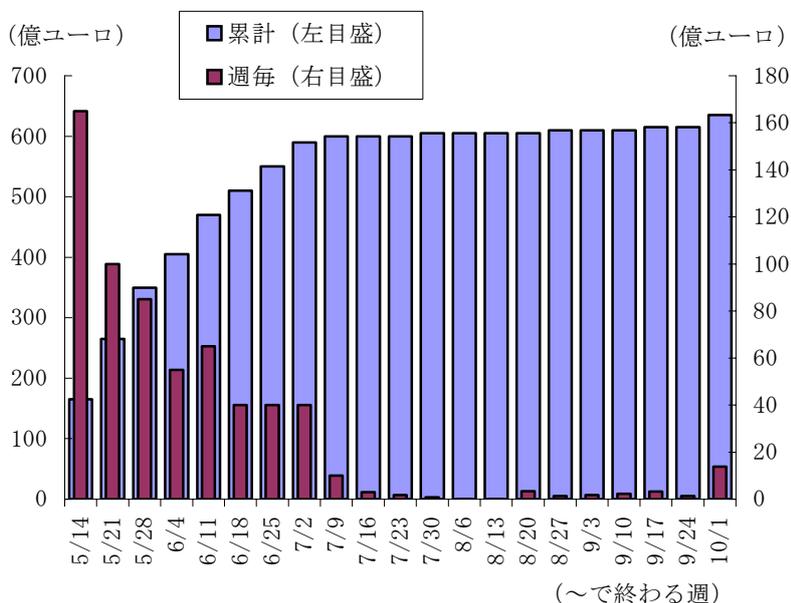
ECBは7日の政策会合で主要政策金利を現行の0.1%に据え置き。合わせて、来年初までは1週間物、1ヶ月物、3ヶ月物の流動性供給オペを固定金利・無制限供給方式で続けるとの前回会合時の方針を維持。また、特段の期限や上限を定めずに流通市場での国債の購入措置を継続すると従来の方針を継続した。そのうえで、現在は非伝統的な金融政策を段階的に縮小する過程にあるとの認識を改めて示唆した。

日銀が追加金融緩和に踏み切り、Fedの追加金融緩和観測が高まるなかで、ECBが今回追加金融緩和を見送り、“出口”途上にあると宣言したことは、一見すると世界的な景気減速懸念の高まりと、それに応じた先進各国の政策対応に逆行しているようにも思える。だが、日銀やFedと異なり、ECBの流動性供給策や国債購入措置は金額の上限を定めておらず、各政策目的に基づく必要性が増す状況下では（つまり、銀行の資金繰り難が高まった場合や、国債市場での価格形成機能が著しく歪められた場合）、実際上の運営において追加緩和に相当する効果を期待することが可能である。日米が金融政策による景気下支えが求められているのに対し、ユーロ圏では周辺国景気の低迷こそあれど、ドイツが引き続き好調を維持しており、金融緩和に景気刺激の役割を期待する向きは小さい。こうした声が高まるとすれば、牽引役のドイツにおいて二番底リスクが高まった場合であろうが、現時点でその兆候は全く見られない。

9月2日の前回会合以降の状況変化としては、①アイルランドやポルトガルの財政不安が高まったこと、②9月末の資金供給オペの満期時に新たなオペ資金の借入れ要請が縮小したこと、③一段のユーロ高・ドル安が進行していること、が挙げられよう。①については、各国政府の対応を見守りつつ、ECBとしては国債の購入額を増額することで側面支援する方針。夏場以降に事実上中断してきた国債購入は、アイルランドの財政不安が高まった9月末の週に増額した（図表1）。②はECBの資金供給オペに依存する銀行が、徐々に減っていることを意味しポジティブ。依存を続ける銀行に対しては、ひとまず無制限の資金供給を続けることで対応。来年以降は状況に応じて更なる出口を進めるかを検討する方針。

問題は③。ECBだけが追加緩和に及び腰と為替市場が受け止めることで、ユーロ高・ドル安が一段と進行するリスクがある。この点に関してトリシェ総裁は「強いドルは米国の国益」との言葉を繰り返すことで牽制を続けている。さらに、為替相場の過度で無秩序な変動は経済・金融の安定を損なうとし、人民元相場についても柔軟な為替変動を許容するとの中国政府が6月に発表した方針の履行を求めた。

(図表1) ECBによる国債購入額



出所：European Central Bank、Eurostat

■ 景気・物価・政策判断の何れも前回会合から不変で、ひとまずは様子見姿勢を継続する方針

声明文の表現は、一部文言が省略されたことや景気指標に関する細かい言及の修正を除けば、景気・物価判断、政策スタンスともに前回会合時から不変。すなわち、景気に関しては、「年前半の景気は一時的な要因にも支えられ想定を上回るペースで拡大した。年後半はより緩やかなペースでの景気回復が続く。景気の先行きには不確実性が残り、やや下向きのリスクがある」とした。物価については、「足元の消費者物価の伸び率が加速しているが、これはエネルギー価格によるもので予想通り。今後数ヶ月は現状程度の伸び率で推移し、来年に向けて伸び率は縮小に向かう」と足元の状況について言及したうえで、「中期的な物価安定は維持される。インフレ期待は中期的な物価上昇率が2%をやや下回る水準を維持するとの我々の目標と整合的」とのこれまでの判断を繰り返した。

前回からの主な変更点は、①「先行きの民間部門の内需が徐々に勢いを増すであろう」との文言を追加したこと、②景気回復の阻害要因を列挙する中で「労働市場の先行き」を除外したこと、③景気下振れリ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

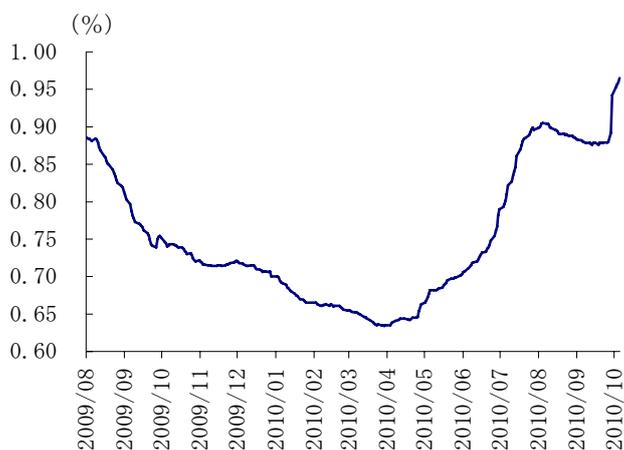
スクを列举する中で「先進国経済の先行き不透明感」を除外したこと、④銀行のバランス・シートに関連して、従来は「抑制されている」としていたのに対し、今回は「徐々に拡大させている」と変更したこと、⑤構造改革に関する言及で「サービス業での競争激化は事業再編、技術革新、新技術導入を促進させる」との文章を追記したこと。これらの多くは足元の経済指標の改善を受けての微修正とみられ、全体としての景気判断を引き上げるほどのものではない。トリシェ総裁自身も幾つかの文言が省略された真意を問われ、「省略しただけ。1ヶ月前の判断から何ら変わっていない。何らかの判断変更があったとのメッセージを送る意図は全くない」と繰り返し強調した。つまり、ECBとしては、ひとまずは警戒を怠らず、状況の変化があれば機敏に対応する構え。前述の通り、量的制限を設けていないことが、ECBの様子見姿勢を可能にしている。

### ■ 一部銀行のECBへの過度な依存は、ひとまず流動性供給を続け、時間をかけて問題解決を図る方針

一部銀行がECBの資金供給に過度に依存している事態に関連して、流動性供給オペが通常の入札方式ではなく、銀行の求めに応じて無制限に資金供給している点を強調。「過去に導入された資金供給オペの満期到来時に、新たにECBから借入れを行なう銀行が少なくなっている。こうした観測された事実は、確かにECBの資金供給が少なくなっていることを意味するが、それはあくまでも銀行サイドがECBの資金供給に依存する必要性が低下しているからに他ならない。そのことは、ECBオペよりも低い金利で資金調達が可能インターバンク市場での金利上昇に現れている（図表2）。結果的に、非伝統的な資金供給オペは段階的に縮小する過程にある」との見解を表明。

一方、「一部の銀行は引き続きECBの流動性供給に過度に依存しており、それ自体は正常な状況にはない」と指摘。「当事者である銀行や政策当局に対して、バランスシートの改善、資本基盤の強化、（公的資金の注入など）状況に応じた政策面でのサポートなど、引き続き適切な対応を求めていく」とした。

（図表2）ユーロ建て3ヶ月物LIBOR金利



出所：Ecowin

なお、「段階的な出口戦略を継続する方針は全会一致によるものか」との問いに対しては、「非伝統的措置の継続が必要との見方で政策委員は一致していた」と回答。裏を返せば、出口のペースやタイミングなどでは、政策委員の間に若干の意見相違があった可能性も否定できない。前回会合で指摘したように、来年以降の出口戦略については12月の政策会合で検討されることになる。また、「オペの差し出し担保ルールの変更により、一部銀行の過度なECB依存を是正させる手段を検討しているか」との問いに対して

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

は、「個別の政策ツールについての言及を避け、我々は常に政策の再評価を繰り返している」と述べるにとどめた。

E C Bの資金供給オペを利用する銀行が少なくなっていることは評価。一部銀行のE C B依存が続いていることに対しては、ひとまずは現行ルールで流動性供給を継続。過度な財政不安の後退など市場環境全般が改善することや、個別銀行が自力・他力で資本基盤を強化することで信頼を回復するなどを待ち、ひとまず時間を掛けてE C B依存の解消を進める方針のようだ。

## ■ 高成長が続くドイツ景気も先行きは適度に抑制・インフレも安定すると判断

ドイツの独り勝ちで域内不均衡が拡大している点については、「ユーロ圏のように非常に大きな経済地域では格差があるのは当たり前。ドイツでは東西統一後や世界的な景気減速期には、現在と反対に他のユーロ加盟国よりも低い成長になることが多かった。このところのドイツの好調には満足しており、それはドイツのみならずユーロ圏全体にとっても望ましいこと。ドイツ経済に関する良いサプライズに関して、現時点で何ら問題を感じない」と言及した。

ただ、高成長が続くドイツでは、8月の失業率が1992年4月以来の水準に低下、労組I Gメタルが鉄鋼労働者8.5万人の3.6%賃上げで妥結、電機大手が強制的な人員整理をしないことで労組と合意するなど、景気回復の進展を受けて、雇用・所得環境の改善を裏付ける統計データや伝聞情報が相次いでいる。また、設備稼働率が昨年4-6月期の71.0%を底に足元7-9月期には82.6%に上昇。過去の実証分析でインフレを加速しない稼働率（NAIRCU）とされた83～85%程度に近付いてきた。

このまま高成長が続けばインフレの初期的な兆候につながることも懸念されるが、足元の物価動向が極めて安定しているうえ、ドイツの輸出拡大を支えてきたユーロ安基調が反転していること、来年以降はドイツも財政引き締めに着手することなどから、景気も適度に抑制・インフレも安定圏にとどまると判断しているのだろう。

以上