

量的緩和競争への参戦を見送ったECBとBOE

発表日：2010年11月5日(金)

～財政不安には現行の枠組みで対処、景気下支えの追加緩和を急ぐ状況にもない～

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とBOEは米FOMCで追加緩和が決定された翌日の政策会合で政策金利・量的緩和策の据え置きを決定し、日米の量的緩和・通貨安競争への参戦を見送った。ECBは、財政不安への対処は金額の上限を定めない現行の量的緩和の枠組みで対応可能と認識。域内景気のアンカー役であるドイツ景気が雇用改善を受けて堅調を維持しており、景気下支えによる追加緩和を急ぐ状況にない。BOEも財政再建による景気下押しが懸念されるが、足元のインフレ率が物価目標を上回って推移しており、更なる景気失速の兆候が確認されない限り、早期の追加緩和には踏み切れない。
- ◇ 金融安定化基金の恒久化議論に絡んだ債務再編の憶測や各国の財政事情の悪化を背景に、アイルランドやポルトガルの国債スプレッドが再拡大し、ギリシャが支援要請した時点とほぼ同水準にある。トリシェ総裁は今週に入ってECBがアイルランド国債を購入したことを暗に認めたと、今後も財政不安が収まらなければ現行の枠組み内で更なる国債購入の積み増しで対応することになろう。アイルランド政府が11月中に公表予定の財政再建計画（昨日は概要を公表）を受けて、来年春先に予定する市場での資金調達に復帰できるかが鍵を握る。
- ◇ 来年以降の流動性供給オペの運営方針は、従来 of 発表通り、次回12月の政策会合で検討・発表する。流動性供給オペの借り換えが純減し、ギリシャの一部銀行がインターバンク市場に復帰するなど、金融機能は正常化に向かっているが、なおECBに依存し続ける銀行も多い。無制限供給を完全に打ち切ることは当分出来そうにない。会合後の記者会見では、「非伝統的な金融政策を段階的に縮小する出口途上にある」とのお決まりの文句は聞かれなかった。量的緩和競争に参戦しないまでも、タカ派的な発言を控えたことは、ユーロ高進行に無関心でいられないECBの苦悩が表れている。

■ ECBは追加緩和を見送り、必要に応じて現行の枠組みで量的緩和を拡充可能

米FRBが総額6,000億ドルの米国債購入という新たな量的緩和策を決断した翌日に開かれたECBとBOEの政策会合では、両行ともに政策金利の据え置きと現行の量的緩和の枠組みを維持することを決定し、量的緩和策の拡充で日米当局に追随するつもりがないことを明らかにした。雇用環境の改善が遅れるなか、中間選挙での民主党政権の大敗で財政出動が困難となった米国では、政治情勢も絡み、金融政策による景気下支えとドル安誘導が求められている。日本でも政策息切れ後の景気下支えも然ることながら、円高・株安対策の観点から緩和姿勢を演出する必要に迫られている。予定された金融政策決定会合の日程を米FOMCの直後に繰り上げたのも米追加緩和後の為替市場の反応に配慮してのことだろう。これに対して、欧州の両政策当局が量的緩和の拡充を見送ったのは、両当局を取り巻く経済環境と政策目標を考えれば、

当然の帰結であったと言えよう。すなわち、ユーロ圏では、財政不安への対処は国債買い取りと無制限の資金供給という現行の量的緩和の枠組みで対応可能であり、域内景気の鍵を握るドイツ景気は夏場以降のユーロ高進行にもかかわらず、内需の持ち直しを背景に大きく失速する気配はない。財政再建が史上命題との認識が各国政府で共有化されており、財政再建による景気低迷の下支えをECBに求めるムードも見られない。一方、英国では、財政再建が景気に及ぼす影響など景気の先行き不透明感がある一方、既にインフレ率がBOEの物価目標を上回って推移しており、容易に動けない状況にある。雇用関連指標の一段の下振れなどが確認されるまでは追加緩和が現実味を帯びる可能性は少ない。ただ、両行ともに量的緩和・通貨安競争への参戦を見送ったことで、既に米追加緩和期待で買われていたユーロとポンドに対して一段の上昇圧力が及ぶ可能性があることは言うまでもない。今回のECBの政策会合後の記者会見では「非伝統的な金融政策を段階的に縮小する出口途上にある」とのお決まりの文句は聞かれなかった。量的緩和競争に参戦しないまでも、タカ派的な発言を控えたことは、ユーロ高進行に無関心でいられないECBの苦悩が表れている。

■ 次回会合で今後の流動性供給オペの運営方針について検討・公表する

ECBのトリシェ総裁は4日の政策会合後の記者会見で、FRBの追加緩和がECBの政策に及ぼす影響について問われ、「ECBにはECBの責務と権限がある。FRBにはFRBの責務があり、両者を取り巻く環境も異なる」と主張。追加緩和姿勢を巡る温度差がもたらすユーロ高進行については、「金融政策上の決断は、米国の追加緩和や為替レートを含み、入手可能な全ての重要な情報に基づいて判断される」ことを強調した。すなわち、今回の政策変更の見送りが、ユーロ高進行による将来の景気・物価に及ぼす影響を予見したうえでの決断であったことを示唆。米国の追加緩和策がドル安誘導に当たらないかとの質問に対しては、「強いドルが米国の国益であるとの米当局の声明を支持し、今回の追加緩和によっても米当局に対する信認を変えることはない」と発言した。

足元の財政不安の再燃に関連して、財政不安国の国債利回りが足元で大きく上昇しているのは、欧州版IMF創設に絡んだ債務再編を巡る議論を嫌気したものであるか、各国固有の要因によるものであるかを問われ、「金融市場に影響を与える様々な要因を紐解くことはしない」と回答。そのうえで、安定化メカニズムの恒久化措置が債務再編の可能性を盛り込むことに対して総裁が反対姿勢を表明したとの一部報道に対しては、そうした発言をしたことを否定しなかった。発言の根拠として、IMFの過去の救済事例を分析すると、債務再編を行なったことで却って資金調達に阻害された事例があったことを指摘。「債務再編が常に資金調達の障害となる訳ではないが、その可能性も考慮しなければならない」と主張した。

新たな財政不安の震源となっているアイルランドについては、「同国政府が数時間後（記者会見時点）に発表予定の財政再建策の概要（詳細は月内に発表予定）は、市場の信頼回復に十分なものであると認識している。だが、引き続き状況を注視し、必要な措置を採る準備をしなければならない」と説明した。アイルランド国債のспредが、ギリシャが救済を要請した時点の水準に達しているとの指摘に対しては、「政府の対応を待つ」と言及するにとどめた。

国債の購入措置については、過去3週間の新規買い取りが休止している点を指摘され、「役割を終えた訳ではない」との言葉を繰り返した。週毎の購入実績の発表は前週時点のもので、リアルタイムでないと指摘。今週に入ってECBがアイルランド国債を購入しているとの一部報道が事実であることを暗に示唆した。アイルランド国債利回りの上昇は国債購入措置が十分な成果を挙げていないことを意味するのではないかと問いに対しては、「同措置は、金融政策の伝達メカニズムの機能回復を目的に行なうもので、特定の金利やспред水準をターゲットとしたものではない」と主張。一部周辺国のспредが5月

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。

と同水準に上昇しているが、買い取りがほとんど行なわれていない点を問われ、「各国政府が財政再建に取り組んでいるうえ、規律・制裁強化に向けた取り組みも不十分ながら行なわれている」点を指摘した。

資金供給オペに過度に依存する銀行がいる点については、「固定金利・無制限方式での資金供給はあくまで時限措置で、一部金融機関が資金供給オペに依存し続けている事態は正常な状況ではない」と指摘。「現時点で具体案を示すことはしないが、この問題にどう対処すべきかは常にECB内で検討している。来年以降の資金供給オペの運営方針については、次回12月の会合で検討・公表する」と説明した。流動性供給オペの借り換えが純減し、ギリシャの一部銀行がインターバンク市場に復帰するなど、金融機能は正常化に向かっているが、なおECBに依存し続ける銀行も多い。無制限供給を打ち切ることは当分出来そうにない。

既にインターバンク金利が政策金利を上回っており、無制限供給の継続が銀行間市場での資金融通を阻害するのではないかと問う問いに対しては、「資金供給オペの利用が減っていることは金融機能の正常化に向けた望ましい動きである」と指摘。「無制限供給の枠組み下では、資金供給の金額とそれによる市場金利の変化は、もっぱら銀行自身の意思決定に基づくもので、そこに政策当局の裁量の余地はない」と主張。

加盟国間の景況格差が一段と拡大しており、そのことが金融政策運営を難しくするのではないかと問う問いに対しては、「一部の加盟国は危機以前に非常に早い成長を記録し、バブルが発生していた例もあった。現在はその調整過程で一部の国が厳しい経済環境に直面するのは当然。ドイツ景気が過去と比べて高めの成長を維持していることは域内全体にとっても望ましいことである。3億3千万人の市民を対象に政策を行なっている以上、加盟国間の経済パフォーマンスにある程度の違いが出るのは自然である」との従来の見解を繰り返した。

■ ドイツ景気の軟着陸や財政不安の再燃を踏まえれば、当面は追加緩和も利上げの可能性も低い

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、「景気全般の回復モメンタムはポジティブ。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、「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。

一部で低金利を長期間継続することを懸念する見方もあるとの問いに対しては、「我々の政策判断は常に先行きの政策金利の変更を事前に約束するものではなく、政策判断を行なう各時点において、中期的な物価安定を達成するのに望ましい対応を採ることを目的としている。ECBの総意では、政策金利を据え置くとの今回の判断は物価安定を損なわない」と主張。政策金利と非伝統的措置との関係については、「両者にはそれぞれ固有の政策目的があり、非伝統的措置を完全に解除する以前に、政策金利を変更することが出来る」との見方を繰り返した。

こうした発言は将来の利上げの布石と考えることも出来る。ECBが実際に利上げを検討するとすれば、ドイツの高成長が続き、先行きのインフレ圧力が現実味を帯びた段階であろう。その場合、周辺国景気の低迷や一部銀行の資金繰り難が続いていたとしても利上げを踏み止まる理由にはならない。だが、以下の点に鑑みれば、来年中も利上げが行なわれる可能性は低い。第1に、先進国景気の減速とユーロ高進行は先行き輸出の景気牽引力の低下という形で顕在化してくること。第2に、雇用環境改善に伴うドイツの内需回復が景気を支えるとのシナリオは、マインド指標や内需系企業の業績回復という形で一部に現れているが、小売統計などを見る限り、景気全体を過熱させるほどの力強さは見られないこと。第3に、アイルランドの市場復帰の行方やギリシャの債務再編観測などを背景に、今後も財政不安が折に触れて蒸し返す

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。

公算が大きいこと。

一方、新たな政策スキームの導入による追加緩和の可能性は低い。E C Bの国債購入措置や資金供給オペは金額のターゲットを設定したのではなく、財政不安の再燃で市場が不安定化し、銀行の資金繰りが再び悪化すれば、現行の枠組みで国債の買い取り枠を増額し、資金供給額を積み増すことが可能である。周辺国景気の低迷が続いた場合も、各国では財政再建が史上命題との共通認識があり、景気低迷の責任を中央銀行に押し付けようというムードは見られない。自国の中央銀行を持たないことが却って、中央銀行に対する政治的な圧力の及ぶ範囲を限定させている。追加緩和による景気下支えが求められるのは、ドイツなど中核国も含めた景気の低迷が明らかとなった場合であろう。だが、既に夏場以降のユーロ高反転にもかかわらず、ドイツ景気が予想外の検討を続けており、今回の追加緩和を見送った背景にも、ある程度のユーロ高放置も景気を大きく失速させることがないとの判断が働いた可能性がある。

今回の声明文で唯一これまでと大きく異なるのは、10月末のE U首脳会議で合意した経済ガバナンスの強化策に関連して、①制裁発動の自動化措置が不十分であること、②財政赤字基準に加えて導入が検討される公的債務残高基準の具体的なルールを示す必要があること、③マクロ不均衡の是正措置の制裁要件が不透明であること、などの注文を付けている点。トリシェ総裁はこうした取り組みが完全ではなく、今後の法制化プロセスに際してE C Bの助言が反映されるように求めながらも、これまで制度そのものが存在しなかったことを考えれば大きな前進であり、改革の方向性は正しいと評価した。財政・構造規律強化に向けた当局間の足並みの乱れが指摘されていることに配慮した模様。

■ B O Eは上振れ・下振れ双方のリスクで当面は様子見を継続

B O Eも同日開いた金融政策会合で政策金利を0.5%に据え置き、資産買取プログラムの規模を現行の2,000億ポンドに維持することを決定した。前回10月初旬の会合では、足元の物価指標の上振れを警戒する引き締め派、景気の減速を懸念する緩和派、両リスクの行方を見守りたい据え置き派が三つ巴の論争を繰り広げていることが確認された。据え置き派の中にも、中長期的な物価目標を達成するためには追加的な金融緩和が必要になると考える委員も複数いた模様で、政策委員会内のパワーバランスは、表面上の議決以上に追加緩和派が勢力を増していた。だが、その後に明らかとなった経済指標は、7-9月期のG D P速報が前期比+0.8%と堅調な成長を続けていることを確認したほか、先行性の高い10月のP M I 製造業・サービス業が何れも改善し、景気のマomentumが当初想定ほど悪化していないことが示唆された。財政再建が景気に及ぼす影響やV A T税率の追加引き上げによるインフレ率の一段の上昇など、先行きの景気・物価動向は上下双方に不透明要因が多く、雇用関連指標の一段の下振れなどが確認されるまでは追加緩和が現実味を帯びる可能性は少ない。

以上