

ＥＣＢは先走り気味の利上げ観測の修正を図った

発表日：2011年2月4日（金）

～トリシェ総裁の後継人事と年内利上げの可能性を考える～

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

- ◇ 前回会合以降の物価指標の一段の上振れや地政学的リスクの高まりによる商品市況の高騰にもかかわらず、ＥＣＢは中期的な物価安定は損なわれないとの物価判断を継続した。物価のリスク判断も、今後の上振れの可能性を認めながらも、上振れ・下振れのリスクが均衡しているとの判断を繰り返した。金融市場での行き過ぎた利上げ観測に対して期待の修正を図ったものと考えられる。
- ◇ 利上げを模索するタイミングは財政危機関連の各種イベントを消化した年央以降となろう。トリシェ総裁が退任間近の利上げという危険な賭けに出るとは考え難く、利上げ実施は次期総裁に引き継がれる公算が大きい。2011年末に向けては、ギリシャが2012年1-3月期以降に資金調達市場へ復帰できるかどうかで市場が動揺している可能性が高く、利上げは2012年に持ち越されることになる。
- ◇ 但し、ＥＣＢの国債購入措置がEFSFに引き継がれたうえで、トリシェ総裁の後任にタカ派色の強いウエーバー独連銀総裁が就任した場合、年内利上げの可能性が高まる。これはあくまで仮説に過ぎないが、第三国出身者が後継総裁に就任することでＥＣＢの理事会ポストを長期に亘って失う恐れがあるフランス政府は、ウエーバー氏を後継総裁に指名することを条件に、EFSFによる国債購入や国債買い戻しでのドイツ政府の譲歩を引き出すといったシナリオも考えられるのではないかと。

■ 前回会合時の物価判断を継続し、金融市場での行き過ぎた利上げ観測にクギを刺した

ＥＣＢは3日の政策理事会で政策金利を現行の0.1%に据え置くことを全会一致で決定。インフレ警戒姿勢を強めた前回1月13日の会合以降、1月のユーロ圏の消費者物価指数が前年比+2.4%とさらに上振れし（前回会合時に明らかとなっていた昨年12月の速報値は同+2.2%、確報でも変わらず）、エジプト情勢の緊迫化を受けて商品市況が一段と高騰。今回の政策理事会では、先行きの利上げの可能性を占ううえで、ＥＣＢが物価判断を上方修正するか、インフレ警戒姿勢をさらに強めるかが注目された。

こうしたなか、声明文では「エネルギー価格や商品市況の上昇を主因に、物価には短期的な上昇圧力が確認される。こうした状況は、これまでのところ政策期間内の物価安定を損なうものではないとの我々の判断に影響するには至っていない。だが同時に、極めて注意深く見守っていく必要がある」と前回会合時の判断を踏襲した。また、会合前には一部で物価のリスク判断を引き上げる可能性も指摘されていたが、「中期的な物価見通しに対する上振れ・下振れのリスクは均衡しているが、今後上振れ方向に向かう可能性がある」と言及するにとどめ、前回会合時と同様の判断を繰り返した。

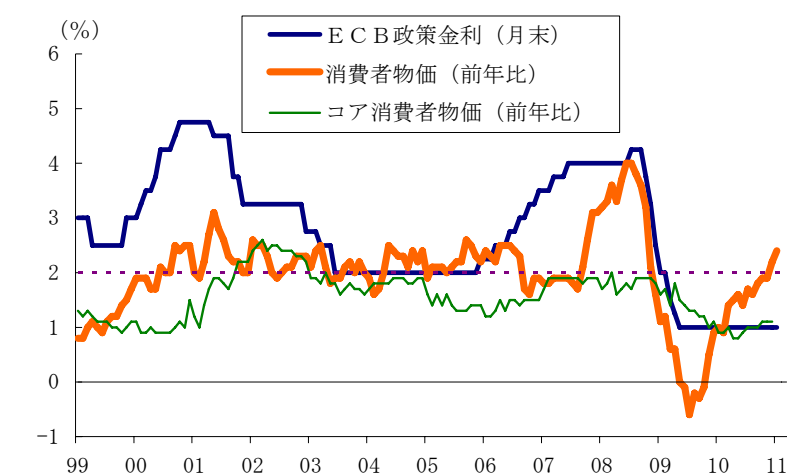
目先の消費者物価の想定については、「物価は一時的ながら目先一段と上振れし、2011年の大半を通じて2%をやや上回る状況が続くが、2011年末にかけて沈静化に向かう」との見解を示唆。これは前回会合

時に示した「物価は一時的ながら目先一段と上振れし、2%をやや上回る状況が続くが、2011年末に向けて沈静化に向かう」との見解と比べて、物価の上振れが幾分長期化する可能性があることを認めたものだ。だがその一方で、「1月の消費者物価の一段の上振れは広く予想されていたもので、主にエネルギー価格の高騰を反映したものである」と指摘。足元の物価上振れによって利上げの可能性が高まる訳でないことを示し、前回理事会以降の金融市場での行き過ぎた利上げ観測にクギを刺した。先走り気味の利上げ観測で今後の政策運営が縛られることを避けるため、期待修正を図ったのであろう。

筆者もこのところの利上げ観測は行き過ぎの面があったと考えている。財政不安が容易に払拭されないことに加え、過去のECBの利上げ局面では、インフレ率が運営目標を上回ってから利上げに転じるまでには、前回2008年7月の利上げ時で11ヶ月、前々回2005年12月の利上げ時で29ヶ月を要している（図）。

物価上振れによる信任低下の可能性については、「ECBが物価安定を考える2%をやや下回る水準は中期的なもので、短期的に上振れや下振れすることはありうる」と指摘。そのうえで、物価上振れが問題となるケースとして他の物価指標への波及するリスクについて言及し、「ECBは原油や商品市況高を止める政策手段を有していない。だが、エネルギー価格の上昇が他の物価に波及する二次的な影響を食い止める責務があり、地政学的リスクも含めて、状況を注意深く見守っていく必要がある」と指摘した。

ECBの政策金利とユーロ圏の消費者物価



出所：ECB、ユーロスタット

■ 年央以降に利上げ時期を模索も、メインシナリオでは利上げは2012年に持ち越し

非伝統的な政策手段からの出口戦略に関連して、「政策金利の変更と無制限の流動性供給などの非伝統的な措置は政策目標が異なり、それぞれ別個の判断で変更可能。どちらか一方を先に変更しなければ、残りの政策を変更できない訳ではない」との従来からの二元論を展開。そのうえで「金融市場の機能不全は解消に向かっている兆候も一部に見られるが、引き続きECBによる無制限の流動性供給に依存した銀行があり、完全な正常化には至っていない」とも指摘。仮に中期的な物価安定が損なわれる危険性が高まった場合、潤沢な流動性供給を続けつつ、利上げへの道を残しておく狙いがあるのだろう。

とは言え、固定金利・無制限方式を続ける3ヶ月物・1ヶ月物・1週間物の資金供給オペの適用金利は政策金利であるため、利上げをした場合、ECBの流動性供給に依存した域内の弱小銀行への影響は避けられない。また、財政不安は足元でやや後退しているものの、3月末のEU首脳会議に向けた政策合意の行方や4月に再開するポルトガルやスペインの国債償還など不安要素も残っている。利上げを急ぐことで金融市場に無用の混乱を引き起こす恐れもあり、当面は様子見姿勢を続ける公算が大きい。

前回事務会後のレポート（1月14日付け「ECBは物価上振れへの警戒姿勢を強化」）で指摘した通り、利上げを模索するタイミングは財政不安に関連した当座のイベントを消化する年央以降となろう。ただ、10月末に任期満了を迎えるトリシェ総裁が退任間近に利上げという危険な賭けに出るとは考え難く（中期的な物価安定が損なわれる明白な兆候が出ていれば話は全く異なってくるが）、利上げ実施は次期総裁に引き継がれる公算が大きい。2011年末に向けては、ギリシャが2012年1-3月期以降に資金調達市場へ復帰できるかどうかで市場が動揺している可能性が高いため、利上げは2012年に持ち越されることになる。

但し、トリシェ総裁の後任にウェーバー独連銀総裁などタカ派色の強い総裁が就任する場合には年内利上げの可能性が高まる。その場合、EFSFが国債購入や国債買い戻しを目的とした融資に踏み切ることで、ECBの国債購入策がその役割を終えているか否かも利上げの判断に影響してくる。EFSFによる国債購入や国債買い戻し案は非救済条項に抵触する恐れがあり、ドイツ政府関係者は2日「EFSFに国債買い戻し案の法的権限はない」と発言し、国債購入や買い戻し案へ難色を示している。一方、フランス政府は国債購入や買い戻し案に賛成の意向だ。これはあくまで仮説だが、EFSFによる国債購入でドイツ政府の譲歩を引き出すため、フランス政府がドイツの推すウェーバー氏をトリシェ総裁の後任に指名することを約束するといった政治的な妥協が成立する可能性も考えられなくはない。

■ 後継総裁人事とEFSFの国債購入案でのドイツ・フランス政府間の政治的妥協の可能性は？

この点に関連して、トリシェ総裁の後継人事の行方について、もう少し詳しく検討しておこう。現在後継候補として有力視されている前述のウェーバー氏、イタリア中銀のドラギ氏以外の代替案として、第三国出身者の総裁就任の可能性もある。だが、これはフランス政府にとって好ましい選択肢とはならない。なぜなら、例えばフィンランド中銀のリイカネン総裁やルクセンブルク中銀のメルシェ総裁など第三国出身者が後継総裁に就任した場合、フランス出身者はECB理事会内のポストを失うことになるからだ。

総裁・副総裁と4人の理事からなるECBの6つのポストは、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン出身者が1つずつポストを確保するという不文律がある。ECBの発足当初に副総裁に就任したノワイエ氏が退任した後、トリシェ氏が総裁に就任するまでの1年半余り、フランス出身者が理事会ポストを失ったことはある。だが、この時は初代総裁に就任したオランダ出身のドイセンベルク氏が任期途中で退任し、フランス出身のトリシェ総裁に引き継ぐことがドイツ・フランス両政府の間で確約されていた。

仮にウェーバー氏かドラギ氏のどちらかが後継総裁に就任した場合、ドイツ出身のシュタルク理事、イタリア出身のビスマギ理事のどちらかが退任し、そのポストにフランス出身者を配置することで、理事会内のポストを確保することが可能となる。だが、第三国出身者が後継総裁に就任すると、既得権益を主張するドイツ、イタリア、スペイン出身の理事を退任させない限り、フランス出身者のポストはなくなる。

今年の5月末に退任するオーストリア出身のトゥンペル・ゲゲレル理事の後任には、ベルギー中銀のブラート理事かスロバキア中銀のコフチコバ元副総裁のどちらかが就任することが内定しており、後継理事の任期は2019年の5月末。副総裁は昨年6月にポルトガル出身のコンスタンシオ氏が就任したばかりで、任期終了は2018年の5月末。トリシェ総裁の後任も任期満了は2019年の10月末。したがって、第三国出身者が後継総裁に就任すれば、少なくともこの先7年間はフランス出身者が理事会ポストを失うことになる。

こうして考えると、ECBの国債購入に反対するウェーバー氏をトリシェ総裁の後継に指名することを条件に、EFSFによる国債購入や国債買い戻しでドイツ政府の妥協を引き出すことが出来れば、正副総裁が財政不安国出身者となることでECBの信任問題が問われることもなく、ECBが国債購入措置を打ち切ることで市場を混乱に陥れる事態も回避され、全てが丸く収まることになる。今後の経緯を見守りたい。

以上