

EU Trends

警戒モードを強めるECBとBOE

発表日：2011年10月7日(金)

～ECBは利下げ転換に、BOEは量的緩和の拡大に動こう～

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6日の政策理事会で、利下げを見送った一方、無制限の資金供給オペの拡充とカバードボンド買い入れの再開を決定し、銀行の資金繰り支援を強化する方針を打ち出した。声明文や会合後の記者会見はハト派トーンが強く、ECBが将来の利下げに傾いていることを示唆。銀行の貸出抑制や金融市場の不安増幅を受けて、年内にも利下げに動く可能性がある。
- ◇ BOEは6日の金融政策委員会で、2009年11月以来となる資産購入プログラムの規模を拡大した。物価上昇率が5%近くに達するなかで、事前予想を上回る750億ポンドの買い入れ増額を決定したことは、内外景気の先行きに対する政策委員会内の警戒感の高まりを反映。2月の物価レポートの公表時に、購入額の一段の積み増しを予想する。

■ ECB：流動性供給を拡充し、利下げは見送ったが、先行きの利下げの蓋然性は高まっている

ECBは6日の政策理事会で、主要政策金利を1.5%に据え置いた一方、固定金利・無制限方式の資金供給オペを12ヶ月（10月に実施）・13ヶ月物（12月に実施）に拡大、住宅ローンや公的部門向け融資を担保に銀行が発行するカバードボンドの買い入れ（11月からの1年間で400億ユーロ、前回2009年時は600億ユーロ）を再開するなど、資金繰り難にある銀行に対して長めの資金供給策を拡充したほか、1週間物・3ヶ月物オペについても少なくとも2012年前半までは金額に上限を設定しない無制限供給を続ける方針を明らかにした。

財政危機の深刻化と景気減速の広がりから、一部に利下げ期待も高まっていたが、景気の一段の減速を示唆する決定的な材料も見当たらないことや、9月のユーロ圏の消費者物価の速報値が前年比+3.0%に加速するなど、インフレ懸念も払拭されないことから、政策金利の変更は見送った。ただ、声明文から「金融政策のスタンスは引き続き緩和的（accommodative）」との文言が消えるなど、前回よりもハト派トーンの強い内容であった。また、会合後の記者会見でトリシェ総裁は「政策金利を据え置く決定は総意（consensus）に基づくものであった」と発言。「全会一致（unanimous）」という言葉を使わなかったことから、複数の政策委員が当初利下げを主張した可能性が示唆される。総裁はさらに「利下げの可能性について理事会内で検討した」とも発言。利下げの選択肢がかなり現実味を帯びて議論されていることを認めた。なお、景気・物価のリスク判断は、「高い不確実性下で景気の先行きには下振れリスクがある」、「中期的な物価のリスクは概ねバランスしている」と、前回から変わらない。

このように、声明文・記者会見での発言はECBが将来の利下げに傾いていることを示す内容であった。ただ、次回11月会合での利下げを決定づける発言や材料があった訳ではない。総裁交代も次回会合での利下げ判断を難しくする一因。トリシェ総裁は10月31日に退任し、次回会合からはドラギ現イタリア中銀総

裁がECBの舵を取ることになる。トリシェ路線を踏襲するとの見方が優勢だが、財政危機国出身を不安視する見方があるなかで、就任早々の利下げ決断は幾分ハードルが高くなる。

ECBが利下げに踏み切るとすれば、①景気後退を示唆する経済データを確認する、②銀行の貸出抑制などクレジットクランチの可能性が高まる、③財政危機による金融市場の不安心理が高まり、政策的なサポートが必要になる—3つのケースが考えられよう。

足許の金融市場は、銀行の資本増強での包括的な取り組みやEFSFのレバレッジ拡大への政策期待に支えられたもの。資本増強の具体策は必ずしも明らかではないが、より厳格なストレステストに基づき、資本基盤が脆弱な銀行による自力増資をまずは優先し、それが出来なければ各国政府が自身の銀行救済スキームに基づき支援し、政府が自国資金での救済ができない場合には一定の条件の下でEFSFの資金を活用する3段階構えとなる公算が大きい。

デクシア救済や仏系大手行を巡るフランス政府の公的資金注入への消極姿勢に鑑みれば、予防的・強制的な一括の資本注入が可能かどうかは定かでない。EFSFのレバレッジ拡充について、トリシェ総裁はその必要性を認めながらも、ECBを通じて行なうことを改めて否定。レバレッジ拡充の実現の行方は依然として不透明だ。

こうしたなか、政策期待が裏切られることで、金融市場が不安定化する場合、③のケースでの利下げの蓋然性が高まろう。一方、自力での資本増強の動きが加速する場合、自己資本比率の強化に向けたバランスシートの圧縮が貸出抑制につながる恐れがあり、それを緩和する目的で②のケースでの利下げの蓋然性が高まろう。資本増強策の具体像が固まり、金融市場の緊張が続いているならば、ECBは年内にも利下げに動く可能性がある。

■ BOE：市場予想を上回るペースでの量的緩和の拡大を決定

BOEは6日の金融政策委員会で「資産購入プログラム」の規模を今後4ヶ月間で750億ポンド拡大し、2,750億ポンドに引き上げることを決定した。10・11月の会合の何れかで500億ポンドの拡大を決定するとコンセンサス予想を上回る積極的な量的緩和の拡大を打ち出した。同プログラムは2009年3月に750億ポンドで開始、その後段階的に購入規模を引き上げたが、2009年11月に2,000億ポンドに引き上げた後は据え置いてきた。

声明文では、欧州財政危機による主要輸出先の景気下振れ、家計の実質購買力の目減りや財政再建による内需の下振れを警戒。インフレ率は今後数ヶ月で5%超に上昇すると見るものの、物価上振れの多くはVAT増税やエネルギー価格高など外生的かつ一過性のもので、来年に入ると大幅に縮小すると予想する。中期的なインフレ率が2%の政策目標を下回る蓋然性が高まっていることで、資産購入プログラムの拡大が必要と説明する。政策委員会での議論の詳細は10月19日の議事録の公表を待たなければならない。

資産購入の増額は今後4ヶ月を想定し、来年2月の「物価レポート」公表時に改めてプログラムの規模を検証する。内需下振れの2つの主要因（物価上昇による実質購買力の目減りと財政再建）、欧州財政危機を巡る市場の混乱は来年2月時点で解消している見込みは薄く、資産購入額の一段の拡大が予想される。

以上