

再び景気配慮に傾き始めたECB

発表日：2012年5月7日(月)

～成長協定＝追加の金融緩和ではない～

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

- ◇ 足許の景気指標の下振れを受け、ECBは景気配慮に軸足を移しつつある。今のところ年後半の景気回復シナリオを維持しているが、景気の一段の下振れや長期化が確認されれば、利下げ再開が検討されよう。来月会合までの注目データは24日発表のユーロ圏のPMI指数の速報値。メインシナリオとしては、年後半の回復シナリオの綻びを確認する夏場にかけて、利下げを再開すると予想する。
- ◇ 来月会合では固定金利・全額供給方式での資金供給オペの運営方針継続を確認する見込み。銀行の資金調達環境に再び緊張が高まらない限り、LTROが追加実施される可能性は低い。安易な国債購入の再開が、各国の財政再建・構造改革努力の後退につながる懸念も根強い。国債市場の緊張が高まり、他の政策手段で不安沈静化が難しくなる状況に追い込まれるまでは、国債購入の再開も見送られよう。
- ◇ ドラギ総裁は「成長協定」の具体的な中身について、①構造改革をEU全体の規律として定める、②EUの開発金融や補助金制度を活用した雇用創出とインフラ投資、③ユーロ圏の行く末に関する共通ビジョンの作成、という3つの柱を提示した。だが、短期的な景気浮揚策については言及を避けた。

■ 景気の不確実性が増しているが、年内の回復軌道への復帰シナリオを維持

ECBは3日の理事会で主要政策金利を史上最低水準の1.0%に5ヶ月連続で据え置いた。理事会の前日に発表された経済指標の悪化（ユーロ圏のPMI確報値の下方修正や失業率の上昇など）を受け、市場参加者の一部からは利下げの可能性が高まったとの声も挙がっていったが、3年物長期リファイナンスオペ（LTRO）の効果を検証している段階にあることや、現時点では景気判断を大幅に下方修正するには材料不足であることに鑑み、今回は政策金利の変更を見送った模様だ。声明文や理事会後の記者会見では、今後の追加緩和の可能性について明言は避けたが、ECBが景気配慮に傾いてきている様子が窺える。

声明文では、「現在の金融緩和の度合いは景気に対して拡張的」、「1-3月期の経済指標は景気が低いレベルで安定しているとの見方と整合的」、「外需回復、低金利、各種政策対応に支えられ、今年中に緩やかな景気回復軌道が徐々に確認される」と指摘し、景気がマイルドなリセッションから安定に向かいつつあり、今後は緩やかな回復軌道に復帰するとの従来の景気判断を維持した。ただ、「最近の経済サーベイは景気の不確実性が高まっていることを示唆している」との文言が追加され、足許の景気が当初想定よりも低迷していることに警戒姿勢を滲ませた。「ソブリン債市場の緊張の高まりや信用環境への影響、バランスシート調整圧力、高失業を背景に、景気には下振れリスクが広がっている」との見方は従来通り。

物価については、「ユーロ圏のインフレ率は2012年を通じて2%を上回ると予想されるが、中期的な物価安定に即した水準にとどまる見込み」、「先行きも上振れ・下振れのリスクが概ねバランスしている」

とし、前回会合での判断を踏襲した。ただ、前回の声明文にあった「原油高や間接税引き上げに伴う短期的な物価の上振れリスク」に関する言及がなくなり、目先のインフレに対する警戒トーンが若干弱まった。

■ 年後半の景気回復シナリオに綻びが確認される夏場にかけて利下げを再開すると予想

4月のユーロ圏のPMI総合指数は46.7と3ヶ月連続で景況判断の分岐点である50を割り込み、4-6月期入り後も緩やかな景気後退が続いていることが示唆される。今次景気後退局面のボトムを付けた昨年10月の46.5を下回り、30台半ばまで落ち込んだ2008-09年の景気後退局面と比べれば軽微ながら、悪化ペースが幾分加速している。また、3月のユーロ圏の失業率は10.9%に上昇し、ユーロ圏発足以来の最悪を更新。好調が続いてきたドイツの雇用環境も、4月の失業者が前月差で1万9千人増加し、PMI指数の雇用判断もネットで人員を削減するとの回答が増えており、改善の勢いにいよいよ翳りが出てきた。こうした各種景気指標の推移からは、3月の理事会時点でのECBスタッフの景気見通し（2012年の実質GDP成長率が▲0.1%）よりも、足許の景気の基調が弱いことが示唆される。

しかも、スペインやイタリアの財政緊縮措置が本格化するのはいずれからで、大統領選挙を終えたフランスでもオランダ新大統領が補正予算の編成などで、年後半には財政再建に着手する可能性がある。景気の減速圧力が一段と加速するようならば、ECBは追加利下げに踏み切るだろう。政策金利は史上最低水準の1.0%にあるが、ECBとしても追加の利下げを排除する方針ではない。ドラギ総裁は「新たな経済データや分析結果が得られる来月にはより明確な判断を下すことが出来る」と指摘しており、6月の政策理事会で発表されるECBスタッフの景気見通しの下方修正が利下げ再開を決断するきっかけとなるだろう。ただ、今回の会合では「政策金利の変更については議論しなかった」と説明しており、今のところ様子見姿勢を崩していない。24日に発表される5月のユーロ圏のPMI指数の速報値が一段と水準を切り下げるなど、景気後退の加速・長期化を示唆するかに注目が集まる。メインシナリオとしては、年後半の景気回復ストーリーが崩れ、景気見通しが大幅に下方屈折することが確認される夏場にかけて、利下げ再開に踏み切ると予想する。

■ LTROや国債購入の再開には金融市場の一段の緊張の高まりが必要

会合後の記者会見でドラギ総裁は「非伝統的な金融政策は時限的なものであるが、現時点ではいかなる出口戦略の検討も時期尚早」と発言し、必要に応じて非伝統的な金融政策手段の継続・再開を排除しない方針を示唆した。次回6月会合では、7-9月期の資金供給オペの運営方針が発表されると見られ、固定金利・無制限供給方式の継続が示されるだろう。ただ、LTROの打ち切り懸念が高まった以降、スペインやイタリアの国債利回りに上昇圧力が及んでいる一方で、銀行間の取引金利は低位で安定している。銀行の資金調達環境に再び緊張が高まるまでは、LTROが追加で実施される可能性は低い。ドイツ連銀のバイトマン総裁など理事会メンバーの中には、大規模な流動性供給に伴う副作用を警戒する声もあり、現時点では金融市場の機能不全などLTROの再開を正当化する根拠が希薄なためだ。

LTROの効果が薄れてきた可能性について問われたドラギ総裁は、「LTROの効果が顕在化し、それを完全に理解するためには時間が掛かり、現時点でLTROの効果が薄れてきたと判断するのは時期尚早」と発言した。これまでに確認されている現象として、「①LTROの実施で深刻な信用収縮が回避できたこと、②1-3月期のユーロ圏の銀行の貸出基準が昨年10-12月期時点から大きく改善したこと、③預金が流出していた一部の銀行に預金に戻りつつあること、④マネーサプライ（M3）の伸び率が昨年末よりも回復していること、⑤幾つかのスプレッド指標などが、金融市場での不確実性やボラティリティの低下を示唆していること」の5つを挙げた。そのうえで、「このうちの幾つかの事象は前回会合以降に明らか

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。

になったもので、LTROの効果を十分に検証するにはまだ時間が必要である」との認識を示した。

一方、証券市場プログラム（SMP）によるECBの国債購入は年明け以降、事実上の休眠状態にある。スペインやイタリアの国債利回りの上昇を抑制するため、ECBに同国債の購入再開を求める声も一部が高まっている。だが、ECB内部には安易な国債購入の再開が、各国の財政再建・構造改革努力の後退を招くとの見方も根強い。国債市場の緊張が一段と高まり、他の政策手段でスペインやイタリアの不安鎮静化が難しくなる状況に追い込まれるまでは、これらの国の国債購入の再開は見送られよう。しかも、先のギリシャ国債の債務交換において、ECBは保有するギリシャ国債を同年限の国債に予め交換することで、元本削減を含む債務交換の対象となることを免れた。その結果、民間投資家は自らが保有する国債がECBの保有国債に対して劣後する関係にあることを機敏に感じ取っている。ECBが国債購入を開始しても、民間資金の呼び水となる効果は薄れてしまった可能性がある。

■ ドラギ総裁の考える成長協定は構造改革、インフラ投資、共通ビジョン作成の3本柱

ドラギ総裁は4月25日の欧州議会の公聴会で“成長協定”に言及し、欧州の債務危機克服の一環で景気配慮の必要性に一定の理解を示した。EU域内の財政規律を強化する財政協定の取りまとめに当たって、ECBが金融政策を通じて側面支援を提供する見返りに、各国に財政協定の受け入れと財政再建・構造改革の実行を求めることに成功した。今回もECBが成長協定の議論を誘導する役割を果たす可能性がある。

成長協定についてドラギ総裁は「成長協定の実現を目指すことと、財政協定を遵守することとは決して矛盾しない」、「長期的に持続可能な成長は様々な柱に支えられており、その1つが財政の安定性だ」と指摘した。そのうえで、成長協定の具体的な中身については「①生産市場・労働市場での構造改革の実践をEU全体の規律として定める、②欧州投資銀行（EIB）やEUの補助金制度を活用した雇用創出とインフラ投資、③ユーロ圏の行く末に関する共通のビジョンを作成する」の3つの柱を提示した。

成長協定の中身として掲示されたものは何れも中長期的な対応で、短期的な景気下支えの必要性を問われたドラギ総裁は、直接の回答を避けた。「構造改革の成果が出るまでの時間は各国によって区々」、「成長協定が目指す構造改革の多くは既に各国が独自に検討したり、導入しているもので、協定の目的は各国の共通目標を設定することに主眼が置かれている」、「ユーロ圏域内の景気は国毎にバラツキがあり、後退局面にある国もあれば、完全雇用に近い国もある。ユーロ圏全体でみれば、不完全ながらも両者が打ち消し合っている」、「現在までに入手可能なデータは、年後半の緩やかな景気回復シナリオを覆すものではないと判断している」と指摘するにとどまった。

以上