

あっぱれドラギ

発表日：2013年2月8日（金）

～ドラギ総裁は口先介入でユーロ高を牽制～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

- ◇ ECBのドラギ総裁は、LTROの早期返済やユーロ高進行は信頼回復の証としながらも、景気回復や物価安定を阻害するリスクがあるとし、今後の為替相場や金融市場の動向を注視すると述べた。為替への直接的な水準誘導は避け、政策目標である中期的な物価安定にユーロ高を結び付けることで、ユーロ高を牽制する口先介入を行った訳だ。
- ◇ ドラギ発言を受け、さらなるユーロ高進行で景気の下振れリスクが高まれば、ECBが利下げを再開するとの見方も一部で台頭している。だが、追加利下げをすれば、マイナスの預金金利という難しい選択を迫られることになる。ユーロ高進行で景気回復期待が削がれれば、金利や為替の先高感も頭打ちになる可能性があり、利下げ観測はやや先走りの感も否めない。

ECBは従前の予想通り7日の政策理事会で主要政策金利（リファイナンス金利）を過去最低の0.75%に、上限金利（限界貸出ファシリティ金利）を1.5%に、下限金利（預金ファシリティ金利）をゼロ%にそれぞれ全会一致で据え置いた。市場参加者の関心はむしろ、LTROの繰り上げ返済をきっかけに急速に進行するユーロ高に対して、ドラギ総裁が何らかの牽制発言をするかにあった。そしてドラギ総裁は今回もまた市場参加者の期待を裏切らなかった。

インフレ・ファイターとしての中銀マンの本能からは、通貨価値の維持と物価の安定につながるユーロ高を是とする考えが体に染み付いていたとしてもおかしくない。だが、前回会合時と同様に「上振れ・下振れのリスクが拮抗している」とする中期的な物価のリスク判断に関する言及の中で、下振れリスクの要因として新たに「ユーロ高の進行」を付け加えた。また、理事会後の記者会見でドラギ総裁は「ユーロ高進行は信頼回復の証でもある」、「現在のユーロの実行為替レートの水準は長期的な平均水準にある」としながらも、「さらなるユーロ高進行が続き、物価のリスク判断に影響を与えるか注視する」と発言した。

ECBの責務から離れる為替への直接的な水準誘導は避け、自身の政策目標である中期的な物価安定にユーロ高を結び付けることで、事実上の口先介入をした訳だ。この辺りは市場参加者の期待を裏切らない方法に長けている。勿論、ECBには為替水準を警戒する十分な理由がある。ECBは年後半の景気回復を予想しているが、景気のリスク判断は引き続き下振れを警戒している。脆弱な経済環境下で急速なユーロ高が進めば回復が頓挫しかねない。

ただ、口先介入は長続きしない。LTROの繰り上げ返済でECBのバランスシートが今後一段と縮小に向かうことが確実視される一方で、日米の金融当局は一段のバランスシートの拡張を進めることが予想される。金融緩和の相対変化を映じたユーロ高の流れを食い止めるには、口先介入以上の政策対応が必要になる可能性もある。急速なユーロ高進行が景気の腰折れと中期的な物価安定への脅威を招くことを理由

に利下げに踏み切るという選択肢だ。既に市場参加者の一部では、さらなるユーロ高進行時にはE C Bが利下げに踏み切るとの見方も台頭している。だが、利下げの再開は下限政策金利をマイナスに引き下げるかどうかの難しい決断を迫られる。E C Bはマイナスの預金金利の可能性を排除している訳ではないが、未知の領域に踏み切るだけに慎重にならざるを得ない。ユーロ高進行で景気回復期待が削がれるならば、金利や為替の先高感も頭打ちになることも考えられる。利下げ観測はやや先走りの感も否めない。

L T R Oの繰り上げ返済に関してドラギ総裁は「信頼が回復している証」としたうえで、「第2回目のL T R Oの繰り上げ返済後の流動性供給額は2,000億ユーロ超に上ると予想される」、「固定金利・無制限供給方式の流動性供給を通じて必要な資金は全額供給し続けることを約束している」、「金融政策は緩和的な水準にある」と指摘した。金融市場の緊張緩和に自信を深めている一方で、「これまでの様々な政策対応にもかかわらず、銀行の貸出チャンネルが遮断されている」、「銀行貸出に依存する中小企業の調達環境は厳しく、脆弱な状況が続いている」との懸念も表明した。最近のE O N I A金利の上昇については、「例えばL T R O返済により銀行間取引市場に参加する銀行の構成が変わることや流動性の状況など、様々な要因による影響が考えられ、我々の金融政策は緩和的な水準にある」と強調した。

E C Bは中期的な物価安定を目標とした伝統的な金融政策を運営するだけでなく、銀行の資金繰り危機への対応、条件付きの国債購入策（OMT）を通じた各国の財政再建・構造改革の監視者としての役割、さらには2014年3月からはユーロ域内の統一的な銀行監督の役割を担うことになる。そして今や為替相場の水準誘導までもがE C Bの肩に押し掛かっているようだ。ドラギ・マジックと言われるが所以だ。

以上