

LTRO再実施も排除せず≠実行する

発表日：2013年10月3日(木)

～ドラギ総裁の「あらゆる手段」第2弾～

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

- ◇ 2日のECB理事会でドラギ総裁は、過剰流動性の縮小で短期金利の上昇抑制が必要となった場合、LTROを含めたあらゆる政策手段の準備があるとの議会証言での発言を繰り返した。市場にはLTRO再実施のヒントを期待する声もあったが、再実施観測がひとり歩きすることを牽制した。
- ◇ ECBの過剰流動性は総裁自身が過去に閾値と発言した2,000億ユーロに迫っている。ただ、9月FOMCでのテーパリング開始の見送りで、今のところ短期金利は落ち着いており、ECBが急いでLTROを再実施する状況にはない。
- ◇ 債務危機の沈静化、景気回復、ECBのバランスシート縮小で、ユーロには上昇圧力が及んでいる。行き過ぎたユーロ高進行が景気回復の阻害要因となる恐れが高まれば、ECBはLTROの再実施やフォワードガイダンスの強化などを通じて、ユーロ高進行を食い止めようとするだろう。

政策金利の据え置きが確実視されるなか、今月の理事会では9月23日の欧州議会でドラギ総裁が言及したLTROの追加実施の可能性について踏み込んだ発言があるかに注目が集まった。総裁は理事会後の記者会見で、「短期の市場金利が中期的な物価安定に即した推移をすることを確実にするため、LTROを含め、あらゆる利用可能な政策手段を用いる準備がある」との議会証言と同様の発言を繰り返すにとどめた。さらに、過剰流動性の縮小が金融政策に与える影響については、前回会合の声明文では総括部分に文面を割いたのに対し、今回は声明文から削除され、質疑応答で言及するにとどめた。こうした発言内容や声明文での取り扱いからは、ドラギ総裁がLTRO再実施観測が市場でひとり走りすることを避けようとした意図が読み取れる。

ECBの過剰流動性は10月1日時点で2,210億ユーロと、総裁自身が過去に閾値と言及した2,000億ユーロに近づいている(図表1)。このままのペースで過剰流動性が縮小すれば、数週間以内に2,000億ユーロを割り込む可能性がある。総裁は「過剰流動性とEONIA金利との関係は安定したものではない」との従来の発言を繰り返し、市場の過剰反応を戒めた。それでも過剰反応が起こった場合の備えとして、LTROを含めたあらゆる政策手段を用意していると釘を刺した訳だ。9月のFOMCでテーパリングの開始が見送られ、EONIAのフォワード金利はやや落ち着きを取り戻している(図表2)。今はECBも手札を切る時ではない。テーパリングの開始や過剰流動性の縮小でEONIA金利に上昇圧力が高まった時点で、ECBは改めてLTROの再実施を含めた政策手段を実行に移すかを検討することになるだろう。

ただ、LTRO第3弾の中身や再実施の時期のヒントを探していた市場参加者にとっては、今回の理事

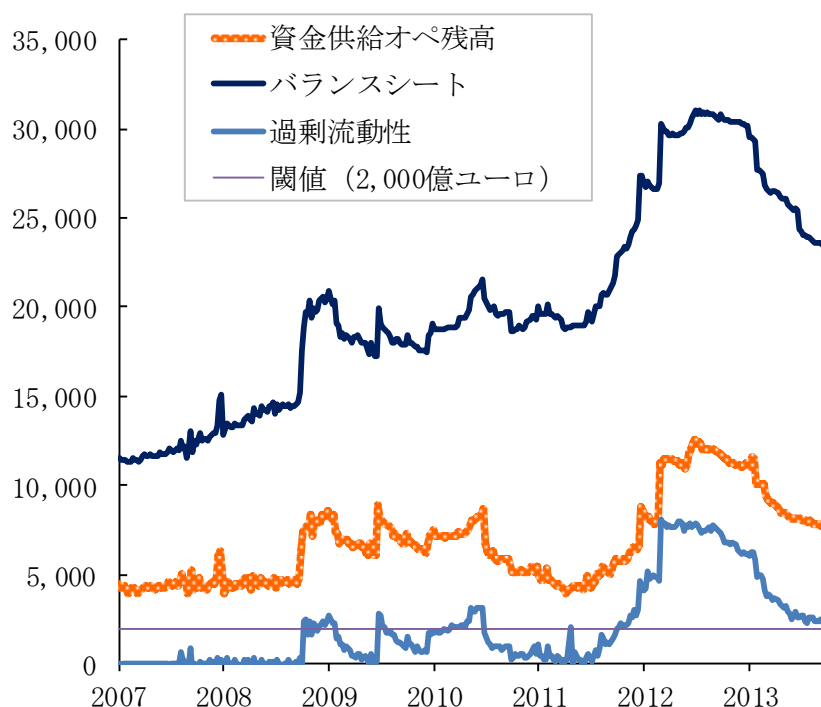
会は期待外れの内容で、理事会後にはユーロ高が一段と進行した。欧州債務危機の沈静化、景気の後退局面からの脱却、ECBのバランスシート縮小で、ユーロには上昇圧力が及んでいる。FRBのテーパリング開始が遅れ、ECBとFRBとの量的緩和度合いの格差が一段と広がる場合には、さらにユーロ高圧力が加わる可能性がある(図表3)。行き過ぎたユーロ高進行が景気回復の阻害要因となる恐れが高まれば、ECBはLTROの再実施やフォワードガイダンスの強化などを通じて、ユーロ高進行を食い止めようとするだろう。

足許で景気回復を示唆する経済指標が確認されるものの、ECBはこれまで同様に景気には下振れ方向のリスクがあるとの判断を据え置いた。そろそろ景気のリスク判断を中立に戻すかを検討しても良さそうだが、貸出低迷が続くなど回復はまだ初期段階にある。金利上昇やユーロ高進行を抑制する観点からも、景気判断を据え置くことが得策との判断も働いているのだろう。また、物価の判断も上振れ・下振れのリスクが均衡しているとの中立姿勢を維持した。記者会見では足元の物価上昇率が物価安定の目安とする「2%をやや下回る水準」を下回っている点を指摘する声も多かった。中期的な物価安定が損なわれている訳ではないとの判断だろうが、ここでも市場参加者とECBのリスク判断にやや乖離がみられる。

記者会見では銀行のアセットクオリティレビューについての質問も相次いだ。10月後半に内容を発表するとし、踏み込んだ発言はなかった。また、理事会の議事録公開の方針についても、今秋中に提案を発表すると述べるにとどめた。なお、ドラギ総裁は質疑応答の中で、「一部の委員が景気回復を理由に利下げが正当化されないと主張したのに対し、別の委員は利下げが正当化されると主張した」と言及した。同種の発言は前回会合に続いてのもので、将来の議事録公開を睨んだ情報発信の一環と考えられる。

(図表1) ECBのバランスシートと資金供給オペ残高

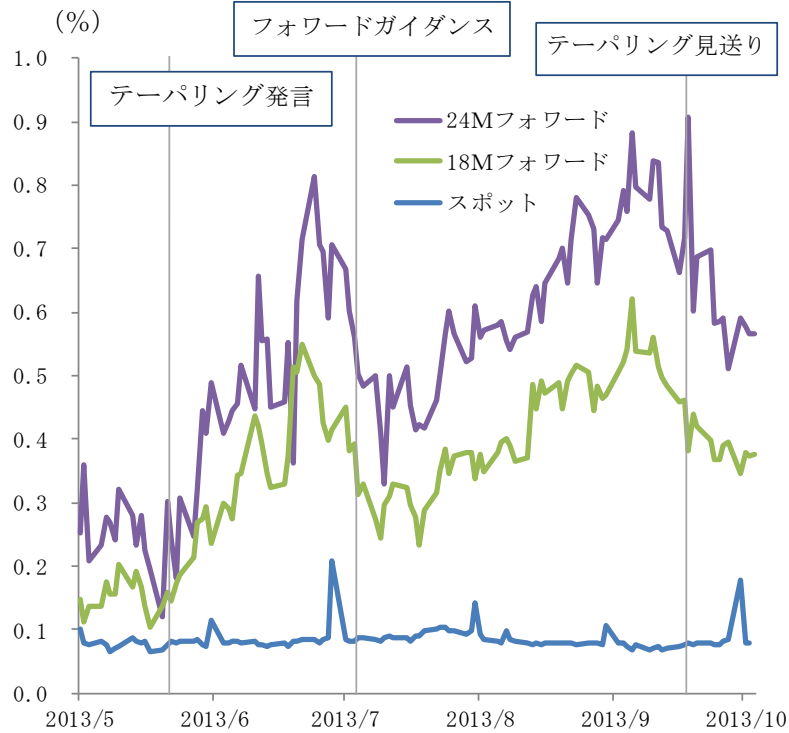
(億ユーロ)



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

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。

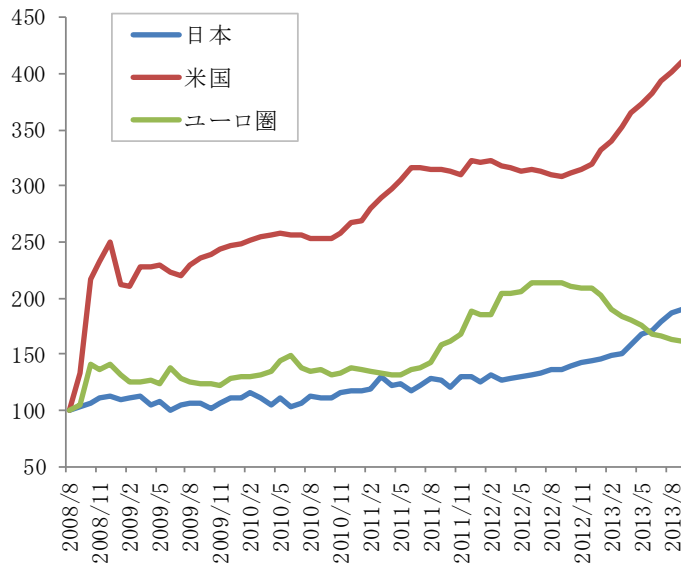
(図表2) EONIA金利の推移



出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

(図表3) 日米欧中銀のバランスシート

(2008年8月=100)



出所：各国中銀資料より第一生命経済研究所が作成

以上