

先制利下げでドラギマジック再び

発表日：2013年11月8日(金)

～利下げ余地が限られている、だからこそ先制利下げ～

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

- ◇ 「11月見送り・12月利下げ」との大方の市場予想を覆し、ECBは利下げを断行。10月の消費者物価の下振れで、広範な費目や国で低インフレが長期化するリスクが高まり、利下げが必要と判断した。ドラギ総裁は否定するが、利下げの時期を巡る判断では、市場へのサプライズを演出し、ユーロ高や金利上昇を食い止めることが意図された可能性もある。
- ◇ 足許の消費者物価は、周辺国ばかりか中核国でも上昇率が縮小し、一部でデフレを懸念する声もある。確かにデフレリスクは高まっているが、債務危機の沈静化で景気が底入れし、資産価格の広範な下落が起きていない現状は、まだ日本型デフレには陥っていない。欧米の中銀は、日本の苦い経験から学び、デフレスパイラルに陥る前に行動している。
- ◇ 政策効果が限定的で、副作用も懸念されることから、マイナスの預金金利につながる追加利下げは見送られると予想する。FRBのテーパリング開始や銀行の包括査定での資金調達環境の悪化を受け、2014年中にLTROを再実施する公算が大きい。

■ 先制利下げでサプライズの演出に成功

ECBは11月7日の理事会で予想外の利下げを実施し、主要政策金利を史上最低の0.25%に引き下げた。10月31日に発表された10月のユーロ圏の消費者物価の速報値が前年比+0.7%と、ECBが中期的な物価安定とする「2%をやや下回る水準」を大きく下振れしたことを受け、物価の下振れリスクが高まったと判断した。利下げが必要との判断は23名で構成される理事会の総意であったが、既に低インフレが長期化すると信じるに足る証拠があり今回の会合で利下げを実施すべきか、次回会合までに入手可能な統計データを待って判断すべきか、見解が分かれた。ロイター通信の報道によれば、ドイツ連銀総裁を始め約4分の1の政策メンバーが今回の利下げに反対した模様だ。結局、即時利下げ派が反対派を押し切った。

筆者を含め予測担当者の多くは、11月会合では利下げの地ならしをすることにとどめ、四半期の経済・物価見通しを発表する12月会合での利下げ実施を予想していた。単月の、しかも速報段階の物価指標では、下振れが一時的なものか、持続的なものかを判断することが難しいためだ。総裁は市場へのサプライズを狙って利下げの時期が決定されたとの考えを否定したが、そうした要素が少なからず利下げ時期の判断に影響した可能性はあろう。利下げ余地が限られるなか、市場参加者の期待に先んじて利下げをすることで、効果を最大限に発揮しようと考えたとしても不思議ではない。既にEONIA金利がゼロ近傍に張り付くなか、25bpsの追加利下げによって得られる金融緩和の直接的な効果は限られる。そのため、利下げの実際

上の効果の大きさは、市場参加者の期待にいかにかきかけるかによって左右される。市場のコンセンサス通りに12月会合を待って利下げをするよりも、今回サプライズ利下げを演出した方が、ユーロ高進行や短期金利の上昇を食い止めるうえで、より高い政策効果が期待できる。総裁はまた、表向きは為替レートはECBの政策目標ではなく、このところのユーロ高進行が利下げ決定の判断に及ぼした影響はないとしながらも、為替レートが物価や景気動向に影響を及ぼす点は認めた。脆弱な景気回復の芽を摘みかねないユーロ高進行を食い止めようとの判断が働いた可能性も否定できない。

勿論、そうした決断をしたのも、10月の物価指標の下振れが、ECBの警戒信号を点灯させるのに十分なインパクトを持つ数字であったことが背景にある。10月の消費者物価の内訳をみると、エネルギー価格の下落幅が拡大（9月：前年比▲0.9%→10月：同▲1.7%）、食料・アルコール・タバコ価格の上昇率が縮小（同+2.6%→同+1.9%）しただけでなく、コア物価（変動の大きいエネルギー・食料・アルコール・タバコを除く）の上昇率が縮小（同+1.0%→同+0.8%）している。ドラギ総裁も物価の下押し圧力が、エネルギー、食料、財、サービスなど広範な品目かつ多くの国に広がっていることに警戒を示した。

実際、10月のコア物価はユーロ圏が発足して以来の最低水準を更新した。国別のコア消費者物価（最新の公表値は9月）をみると、ギリシャ、マルタ、アイルランド、キプロス、ポルトガルが既に事実上のデフレ下にあるうえ、フランス、スロバキア、スペイン、イタリアでもディスインフレ基調が強まっている（図表1）。発表済みの国別の速報値（10月、総合指数）によれば、スペイン（同+0.5%→同+0.1%）やイタリア（同+0.9%→同+0.7%）など危機の影響が大きかった周辺国ばかりか、ドイツ（同+1.6%→同+1.3%）、ベルギー（同+0.9%→同+0.6%）、オランダ（同+2.4%→同+1.3%）と言った中核国や準中核国でも物価上昇率が縮小している。ディスインフレ基調が広範な物価項目において域内全域に広がりつつあることも、ECBの迅速な対応を引き出したのだろう。

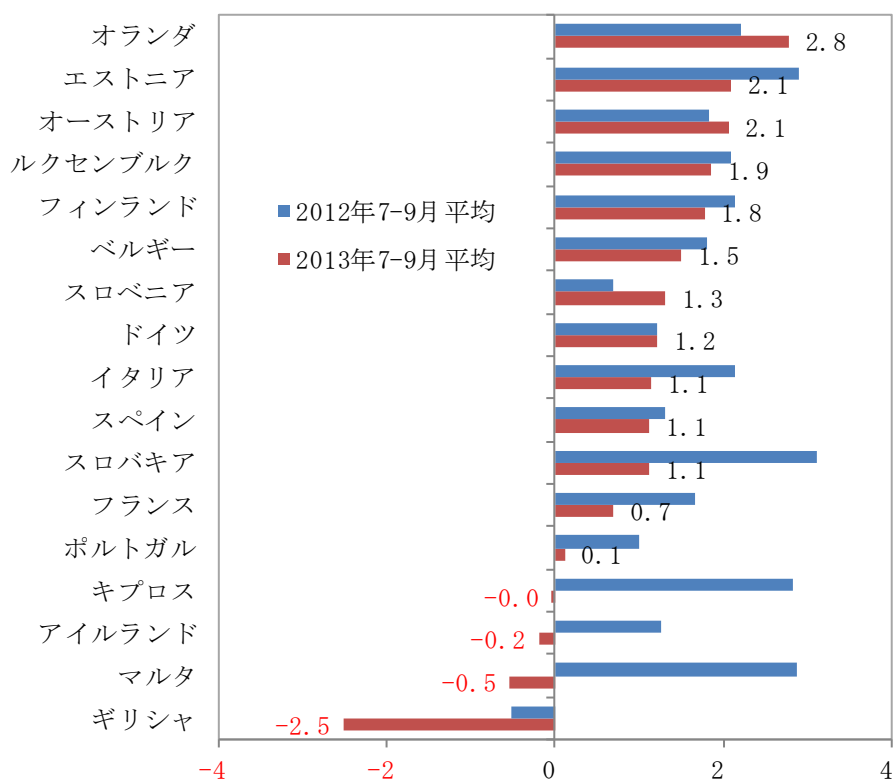
記者会見では日本の記者から、日本が経験しているようなデフレに陥るリスクがないかについての質問も出た。総裁はユーロ圏の置かれた状況は、より幅広い品目や国で自己実現的な物価下落が起きるデフレではないと説明した。デフレ先進国の日本の経験では、一旦デフレに陥るとそこから抜け出すことは極めて難しい。デフレスパイラルに陥ってから行動するのでは遅く、事前に食い止める初動体制の大切さを欧米の中銀マンは日本の苦い経験から学んでいる。

さらに、今回の利下げには、7月に導入したフォワードガイダンスの信頼性を向上させ、金融緩和継続での強いコミットメントを改めて示す狙いもあったのではないかと考えている。ECBはガイダンスで、政策金利を相当な長期間、現在と同じか、それを下回る水準に維持することを約束している。追加利下げの可能性も視野に入れ、金融緩和の継続姿勢を宣言している訳だが、市場参加者の間で実際に利下げに動くとの見方は、少なくとも10月の物価指数が発表されるまでは極めて少数派だった。いくら追加緩和の可能性を言葉で匂わせたとしても、政策メンバー間の意見相違もあり、副作用も懸念されるマイナスの預金金利に近づく追加利下げは難しいと思われていた。その意味でガイダンスは、さらなる金利の引き下げも辞さないことを市場参加者に信じさせるには十分なものでなく、あくまで当面の間は利上げをしないことを確約するだけの弱いものとなっていた。今回の利下げにより、ECBは政策金利をさらに低い水準に引き下げる政策手段も意志も有していることを市場に示すことに成功した。

利下げ余地が限られているので、利下げのカードを温存するのが凡人の考えだ。利下げ余地が限られているからこそ、効果的な先制利下げで市場インパクトの最大化やガイダンスの強化を図った辺りの鋭敏な感覚と巧みな手綱裁きは、ドラギ総裁が市場から高い評価を得ている所以だろう。

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 1) ユーロ圏諸国のコア消費者物価 (前年比、%)



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

■ 利下げは今回で打ち止め、来年中のLTRO再実施を予想

今回の利下げでは、3本の政策金利を一律に引き下げるのではなく、主要政策金利（中心レート）を現在の0.5%から0.25%に引き下げ、預金ファシリティ金利（下限金利）を現在の0%に据え置き、限界貸出ファシリティ金利（上限金利）を現在の1%から0.75%に引き下げた。これにより、上限金利と中心レートとの金利差は50bps、中心レートと下限金利との金利差は25bpsと非対称になった。ECBのコリドーは、ユーロ圏の発足直後の数ヶ月を除いて、主要政策金利を中心に上下限金利との幅が対照となるように設定されてきた（図表2）。この点についてドラギ総裁は、ECBは現在資金供給オペの適用金利を主要政策金利に設定しており、同レートがEONIAの上限を形成している。したがって、限界貸出金利をどこに設定するかによって、利下げの効果に直接的な影響を及ぼすことはない、と指摘した。コリドーを狭い水準に保つことは、EONIAのボラティリティの低下につながる一方で、金融機関がインターバンク市場で流動性管理を行うインセンティブを阻害し、市場の流動性を損なう恐れがある。そのため、中心レートと上限金利に一定の幅を保つことを決定した訳だ。

ECBは今回の利下げ後も、物価が中期的な安定に即した水準に戻るには時間が掛かり、相当な期間に亘って低インフレが続くと予想している。「相当な期間」の具体的な長さについては、12月の理事会で公表される新しい物価見通しで示されるとし、今回は言及がなかった。ただ、低インフレの長期化でも、中期的な物価安定が損なわれることはないとの立場は崩していない。景気の回復モメンタムが高まるに連れ、物価の下押し圧力も緩和されると考えている。また、物価のリスク判断についても、足元の物価下振れと利下げ実施にもかかわらず、上振れ・下振れのリスクが均衡しているとの判断を維持した。つまり、今回

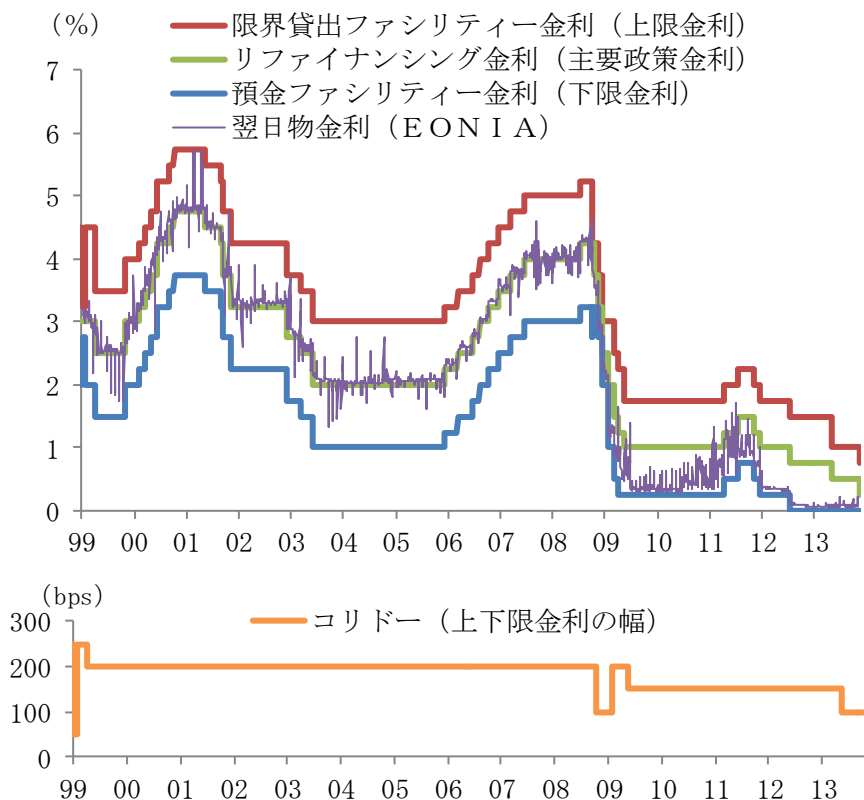
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の利下げを実施したことで、物価の下振れリスクをコントロールしていると考えている訳だ。

物価のリスク判断を下方修正しなかった背景には、さらなる利下げ余地が限られるなかで、追加利下げ観測が市場で一人歩きすることを牽制する狙いもあったのではないだろうか。「政策金利はまだ下限に達していない」、「あらゆる政策手段を排除しない」など追加緩和の可能性を示唆しながらも、当面は追加利下げを温存したいとの思いが透けて見える。低インフレが長期化することを強調したのも同様の理由で、これにより今後1%を下回るインフレ率が続いた場合にも、即座に追加利下げで対応する必然性を減じている。追加利下げ時には、0.25%未満の小刻みな利下げを行うか、下限を形成する預金金利をいよいよマイナスに引き下げる必要がある。政策効果が限定的なこと、副作用も懸念されること、政策メンバーの意見集約が難しいことから、筆者は利下げは今回で打ち止めと予想する。

市場参加者の間には2014年前半にもLTROを再実施するとの観測も多いが、今回の会合ではLTROについて踏み込んだ議論は行われなかった模様だ。筆者は、FRBのテーパリングが開始される来春以降、EONIA金利に上昇圧力が及んだ場合や、銀行の包括査定の前後で銀行の資金調達環境が悪化する場合には、LTROが再実施されると予想する。

(図表2) 欧州中央銀行の政策金利の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上

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。