

## ドラギ総裁がマエストロ襲名

発表日：2014年4月4日(金)

～追加緩和期待のつなぎとめに成功～

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

- ◇ ドラギ総裁は3日のECB理事会で、量的緩和を含む追加緩和措置で理事会の総意が出来ており、深く幅広い議論をしたことを明かし、市場の追加緩和期待をつなぎとめることに成功した。聞き飽きた感もある「行動する準備がある」発言では市場の失望を誘う恐れがあるため、タカ派急先鋒のバイトマン独連銀総裁とも口先介入の強化で協調姿勢を演出。ユーロ高進行を食い止めることで、追加緩和に追い込まれる事態を未然に防ぐ狙いがあったのだろう。
- ◇ ECBは量的緩和を排除しないことが理事会の総意であることを明らかにしただけで、実際に量的緩和を行うことをコミットした訳でも、量的緩和の中身で理事会内のコンセンサスが出来ている訳でもない。ましてや市場参加者の期待が高い国債購入などの本格的な量的緩和に踏み切ることが示唆した訳でもない。ドラギ総裁の巧みな言葉にだまされてはいけない。
- ◇ 3月の物価下振れはイースター休暇の時期がずれたことによるもので、4月以降の物価上昇率は持ち直す可能性が高い。4月以降も物価の下振れが続かない限り、今回の局面でECBが追加利下げや本格的な量的緩和に踏み切ることはないと筆者は予想する。短期金融市場の動揺再燃を受け、年後半にSMPの不胎化中止やLTROの部分再開などの追加緩和措置に動く可能性がある。

### ■ 量的緩和の実施はもはや理事会の総意？

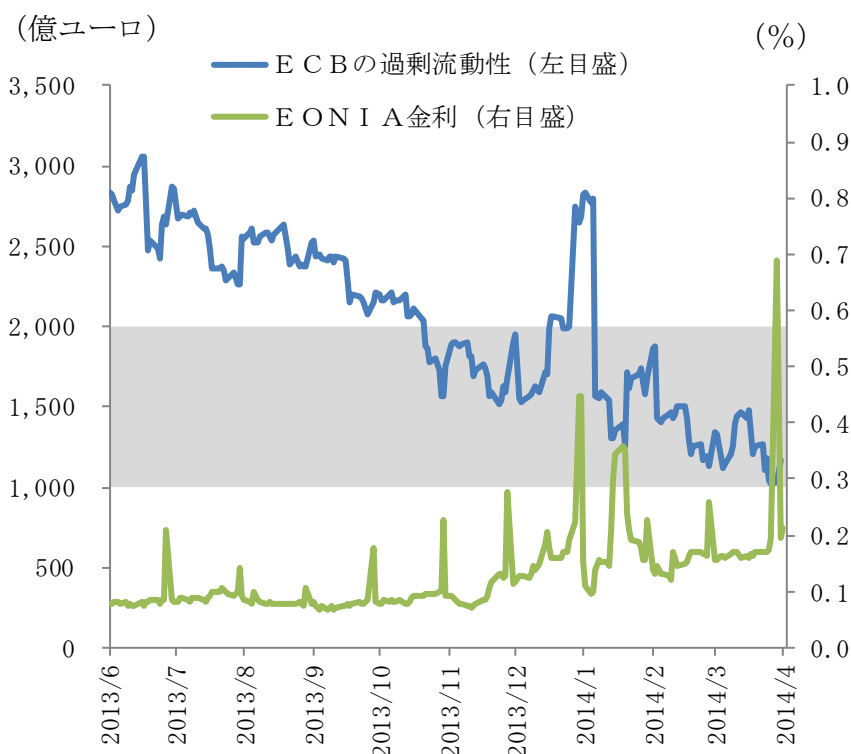
3月の物価下振れは一時的な要因とみられ、短期金融市場が落ち着きを取り戻しており（図表1）、3日のECB理事会での追加緩和見送りに驚きはなかった。だが、ドラギ総裁はまたしても巧みに市場の追加緩和期待をつなぎとめ、ユーロ高進行を食い止めることに成功した。

声明文では、「低インフレの長期化リスクに効果的に対処するため、ECBがその責務の範囲内で非伝統的な措置も含む政策を行うことを理事会は全会一致で約束する（The Governing Council is unanimous in its commitment to using also unconventional instruments within its mandate in order to cope effectively with risks of a too prolonged period of low inflation.）」との文言を追加した。また、「地政学的リスクの波紋の恐れや為替レートの変動を注意深く監視する（the possible repercussion of both geopolitical risks and exchange rate developments will be monitored closely.）」とし、為替への警戒姿勢を滲ませた。さらに理事会後の記者会見では、「非伝統的な政策ツールの1つとして、量的緩和策についても深く幅広い議論（a very rich and ample discussion）をした」ことを披露。量的緩和を含む追加緩和の実施がECB理事会の総意であり、為替レートの変動に強い関心を持っているとのドラ

ギ総裁のメッセージに市場参加者は飛びついた。

ドラギ総裁を初めとしたECBの高官はこれまでも再三、必要に応じて行動する準備があることを繰り返してきたし、(市場の期待感が高い) 量的緩和策がECBに認められている金融政策ツールの1つであることを明らかにしてきた。食傷気味の感もある「行動する準備が出来ている (ready to act)」を繰り返すだけでは、ECBは準備が出来ていると口では言っているが、実際に動くつもりはないのだろうと受け止められる恐れがあった。3月の物価速報の発表後に却ってユーロ高が進んだのも正にそうした反応で、ECBの口先介入の神通力に翳りもみられていた。追加緩和期待とECBに対する信認を保つためにも、一歩進んだリップサービスが必要だった訳だ。

(図表1) ECBの過剰流動性とEONIA金利



注：網掛けはECBが警戒する1000～2000億ユーロの過剰流動性。  
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

### ■ ドラギ総裁の巧みな言葉にだまされてはいけない

先月末にタカ派の急先鋒であるバイトマン独連銀総裁から飛び出した量的緩和を排除しない発言に加え、量的緩和を含む非伝統的措置の実施で理事会の総意があるとのメッセージを受け、あたかも量的緩和にゴーサインが出たかの印象を受けなくもない。だが、ECBは量的緩和を排除しないことが理事会の総意であることを明らかにしただけで、実際に量的緩和を行うことをコミットした訳でも、量的緩和の中身で理事会内のコンセンサスが出来ていると言っている訳でもない。

また、低インフレの長期化が追加緩和の発動条件であるかの文言を付け加えることで、追加緩和のハードルが低くなったかのような演出をしている。一見すると、中期的な物価安定が阻害され、デフレの脅威が現実になる以前の段階で追加緩和を行う可能性があるように読める。だが、ECBはこれまでも低イン

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。

フレが長期化すること自体が物価安定を脅かす恐れがあると指摘してきた。追加緩和の発動には、単に低インフレが長期化するだけでなく、そのことが中期的な物価安定を脅かす必要があることに変わりはなく、緩和発動のハードルが下がった訳ではない。

追加緩和が必要になった場合の政策の選択肢としてドラギ総裁は、利下げ<sup>i</sup>、マイナスの預金金利、コリドー縮小、量的緩和、SMPの不胎化中止、用途を限定しないLTRO（過去の3年物LTROの再開）、用途を限定するLTRO（例えば貸出を増やした銀行に資金を供給）など、およそ市場参加者が想定しているツールの全てに言及し、問題の所在に応じて政策を使い分けることを示唆している（図表2）。追加緩和の選択肢の中で、市場参加者が期待するような本格的な量的緩和のハードルが高いことは、量的緩和に前向きであるかのような一連の発言でも変わりはない。

量的緩和の具体策については検討中としているが、間接金融主体の欧州では銀行の貸出チャネルの回復が課題であり、直接金融主体の米国型の量的緩和が必ずしも有効に機能しないと指摘。ドラギ総裁が本命視しているのは引き続きABSの買い取りで、ここでも市場参加者の期待との間に齟齬がある。

（図表2）ECBの追加緩和の選択肢

25bps未満の小幅利下げ	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策手詰まり/準備できていないと受け止められる恐れ</li> <li>効果は限定的、通貨高抑制の効果もほとんどなし</li> </ul>
マイナスの預金金利	<ul style="list-style-type: none"> <li>副作用を警戒する声、貸出増加は期待できず</li> <li>アナウンスメント効果が中心（ECBはここまでやる）</li> </ul>
SMPの不胎化中止	<ul style="list-style-type: none"> <li>事実上の量的緩和、過剰流動性の水準引き上げ</li> <li>一度限りの政策対応（資金吸収オペ打ち切り）</li> </ul>
無制限・固定金利オペ延長	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行の流動性危機を防止、時間軸強化</li> <li>地味だが、緩和効果の浸透力を高める</li> </ul>
LTRO再開	<ul style="list-style-type: none"> <li>3年物LTRO償還時の巨額の返済負担を軽減</li> <li>バランスシート再拡大で通貨高抑制にも</li> </ul>
本格的な量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>上記の政策対応を使い果たした際に検討</li> <li>財政ファイナンスとの境界、政治的なハードルは高い</li> </ul>

出所：第一生命経済研究所が作成

## ■ 物価底入れで追加利下げの必要性は薄れる

ECBも明らかにしている通り、3月の物価下振れは、イースター休暇の時期がずれたことで（去年は3月で今年は4月）、パッケージ旅行など休暇関連の支出が前年同月と比べて下振れしたことが影響している。4月はこのことが逆に物価の押し上げ要因となるほか、前年同月の“裏”からエネルギー価格がここ数ヶ月と比べて高めにしやすいことから、物価上昇率は持ち直す可能性が高い。

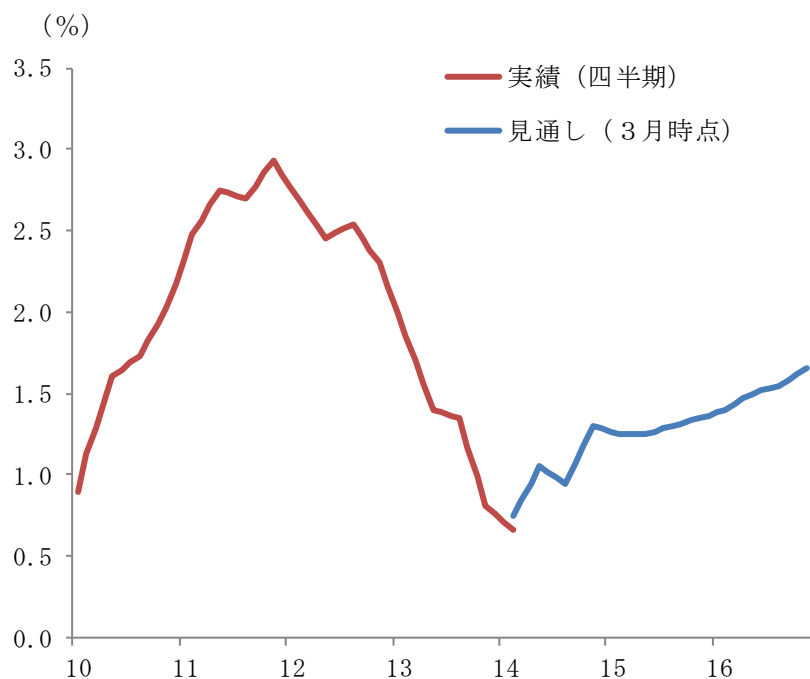
そのため、筆者は今回の局面でECBが追加利下げや本格的な量的緩和に踏み切ることはないと予想している。ただ、3年物LTROの償還を来年初に控え今後も過剰流動性の縮小が進むとみられることや、

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。

銀行の包括査定の発表で一部銀行の資本不足が表面化するとみられること、米国のテーパリングの年内終了とその後の利上げ観測の台頭などにより、欧州の短期金融市場も再び不安定化する恐れがある。その場合、年後半にかけてSMPの不胎化中止やLTROの部分再開などの追加緩和措置が採られるだろう。

なお、3月が物価の底との筆者やECBの想定が崩れ（図表3）、4月以降も物価の下振れが続いた場合、ECBは追加利下げを余儀なくされる。マイナス預金金利を含む数回の小幅利下げで景気や物価の浮揚に成功しないようだと、いよいよ量的緩和の出番がやってくる。

（図表3）ECBによるユーロ圏の消費者物価上昇率の見通し



出所：欧州統計局、欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上

<sup>i</sup> 声明文の文言を注意深く読むと、「非伝統的な措置を含む (also unconventional instruments)」と書かれており、伝統的な政策もまだ使い切っていないことをドラギ総裁は記者会見で指摘している。