

- ◇ 足許で景気・物価指標の下振れが相次いでいるが、ECBは7日の会合で景気・物価判断を据え置き、新たな政策変更を示唆することもなかった。6月に追加緩和策を発表後、短期金利全般が低下し、ユーロ高進行に歯止めが掛かっている。次回9月初旬のECB会合でスタッフ見通しの引き下げは不可避とみられるが、9月に初回TLTRO、10月に銀行の包括査定の結果発表を控え、ひとまずは様子見姿勢を続けている。
- ◇ 6月に準備作業を加速することを表明したABS購入策については、近く外部コンサルタントを招聘することを明らかにした。規制当局による対応如何を問わず、ECBとして準備作業を進めることを表明した。今後詳細な制度設計を詰めるスケジュールを考えると、年内のプログラム開始は難しいとみられるが、ABS購入策の開始そのものは規定路線のようだ。

■ TLTRO開始を控え、様子見色の強いECB理事会

広く予想されていた通り、7日のECB理事会では新たな政策変更・政策発表が見送られた。足許の景気・物価指標は下振れするものが多く、次回会合で景気・物価見通しの引き下げは不可避とみられるが、ユーロ高進行に歯止めが掛かっているほか、9月18日に初回TLTRO、10月中に銀行の包括査定の結果発表（9月下旬から暫定結果を個別行に公表予定）を控え、ひとまず様子見モードと言ったところだろう。

イタリアが再び景気後退に陥ったほか、ドイツの受注・生産統計が相次いで下振れしており、来週発表のユーロ圏とドイツの4-6月期の実質GDP成長率がマイナス成長に再転落する可能性も取り沙汰されているが、ECBは景気の下振れ要因として地政学的リスクの高まりを強調した（“heightened”という文言を追加した）ことを除けば、従来の景気・物価判断をほとんど変更しなかった。すなわち、「4-6月期の月次経済データの振れは（暦要因など）技術的な要因による」と説明し、ハードデータとソフトデータの乖離やソフトデータ間の非整合な動きが判断を難しくしているが、「緩やかで不均一な回復が続いているとの見方と矛盾しない」と述べた。また、貸出の減少ペースが緩和し、銀行の融資基準厳格化に歯止めが掛かり、企業の資金需要が回復に転じるなど、資金環境の一部に改善の兆しが広がっていることを指摘した。

地政学的リスクについては、数ヶ月前に比べて各地で緊張が高まっており、特にウクライナ情勢がユーロ圏経済に与える影響に懸念を表明したが、制裁/報復制裁による影響を判断するのは非常に難しく、まだ影響評価の初期段階であることを認めた。

足許で物価上昇率が一段と縮小しているものの、これはエネルギーや食料品価格が主導したもので、両者を除いた物価指標（米国型コア）が一段と縮小した訳ではないことを強調した。また、期待インフレ率

がアンカーされていることを再三繰り返すとともに、物価連動債のブレイク・イーブン・インフレ率が実際の期待インフレ率を過小評価している可能性がある」と指摘した。来週発表予定の予測専門家調査での期待インフレ率については、短期的な期待インフレ率が足許の物価指標に引きずられて一段と悪化した可能性を示唆したものの、中期的な期待インフレ率は引き続きアンカーされていることをほのめかした。

なお、ECBの物価予想が実際のインフレ率を上回り続けているとの指摘については、ECBも危機感を共有していることを認め、予測手法の改善に継続的に取り組んでいると説明した。

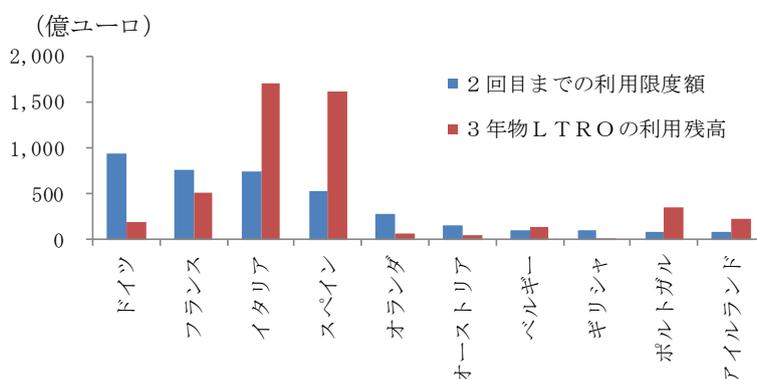
■ ABS購入策の準備作業を加速、開始は規定路線

6月の緩和パッケージの効果については、政策変更の可能性をほのめかした5月初旬と比較して、短期金利全般が低下し、余剰流動性の水準引き上げに成功し、リスクプレミアムが縮小したことを指摘した。さらに、マイナス預金金利の導入などにより、米国の金融政策との方向性の相違が明らかとなり、その相違が長期化するとの観測が高まったことで、ユーロ高の進行が止まったことに自信を窺わせた。

TLTROの利用額については、金融市場参加者や銀行サイドの話を総合すると、全体で4,500～8,500億ユーロ程度に上ると試算されていることを紹介した。足許で企業の資金需要に持ち直しの動きが広がっており、TLTRO導入は「まさに時機を得た政策である」と前向きに評価した。なお、年内に供給されるTLTRO資金の上限は4月末時点の貸出残高の7%に設定され、ユーロ圏全体で約4,000億ユーロになることは既に公表された通りだ。ただ、国別の貸出残高から上限額を計算すると、ドイツやオランダなどが従来の3年物LTROに比べて大幅に利用を拡大しない限り、4,000億ユーロに届かないことは付け加えておきたい(図)。3年物LTROを積極的に利用しているイタリアやスペインは、定例オペ(MRO)の利用を大幅に拡大しない限り、既存LTROの借り換え資金を賄うことが出来ない。

ABS購入策については、規制当局による対応の進捗状況にかかわらず、ECBとしては準備作業を加速することを表明した。プログラムの効果的な制度設計を検討するため、近く外部コンサルタントを招聘することを明らかにした。ABS購入策の開始の有無を問われたドラギ総裁は、「最終的な意思決定はまだ行われていない」と述べたうえで、「実際に導入しないことに時間は使わない」と指摘し、ABS購入策の開始自体は規定路線であることを示唆した。外部コンサルタントによる詳細な制度設計が今後開始されるスケジュール感を考えると、制度開始は年内と言うよりも来年以降になるとの印象を持っている。

(図) TLTROの国別の利用限度額



出所：欧州中央銀行資料などより第一生命経済研究所が作成

以上