

国債購入に向けた市場対話を強化

発表日：2014年11月27日(木)

～正副総裁によるタッグマッチ～

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のコンスタンシオ副総裁は来年1～3月期中にも国債購入を含む量的緩和策の強化が必要かどうかを判断することを示唆。先のドラギ総裁の発言を受け、市場参加者の間では早ければ12月4日のECB理事会で追加緩和が決定されるとの観測が高まっていた。副総裁の発言は市場の行き過ぎた前傾姿勢を戒めるとともに、近い将来の追加緩和の可能性を意識させることを狙ったものと考えられる。
- ◇ 総裁・副総裁が揃って量的緩和の波及経路を説明し、間接金融中心のユーロ圏でも効き目があることを強調したことは、量的緩和のシグナリング効果を高める狙いがあるのだろう。また、国債購入の法抵触の問題に一切触れず、政府の改革の手綱を緩める可能性を問題視しないことを表明。財政ファイナンスや政府の改革後退を理由に国債購入への反対姿勢を貫く理事会内のタカ派メンバーを牽制した。

ECBの追加緩和を巡る憶測が飛び交うなか、コンスタンシオ副総裁は26日、国債購入を含む量的緩和の強化が必要かどうかを来年1～3月期中にも判断する可能性を示唆した。同副総裁は英フィナンシャルタイムズ紙が主催したセミナーで「金融安定を達成するうえで銀行同盟の果たす役割」をテーマに講演を行った。ドラギ総裁に近い同副総裁が金融安定が主題の講演で、金融政策についてかなりの時間を割いて言及したことからは、今回の発言が明確な市場の期待誘導を意図して行われたものであることを意味する。21日の講演でドラギ総裁は「インフレ率を遅滞なく物価安定目標に戻す必要がある」と発言（詳細は11月25日付けのレポート「量的緩和にまた一步近づく ～ドラギ総裁の切迫感～」を参照されたい）。従来の発言になかった「遅滞なく」の文言を巡って、市場参加者の多くはドラギ総裁が近い将来の追加緩和を強く意識していると受け止めた。早ければ12月4日の次回ECB理事会で国債購入を含む量的緩和策の強化が発表される可能性もあるとの観測が高まっていた。今回のコンスタンシオ副総裁の発言は市場の行き過ぎた前傾姿勢を戒めるとともに、12月の理事会で追加緩和を見送った場合の市場の反応を見極める狙いがあったと考えられる。同副総裁の関連発言の要旨は以下の通り。

- 英米など他国で機能した金融政策の新たな波及経路を検討するため、我々は銀行部門以外の経済主体に直接資金を供給し、マネタリーベースとバランスシートの規模を拡大することを目指している。
- 既に導入した措置はプログラムの存続期間中に、バランスシートの規模を2012年初の水準に戻すと予想している。
- 我々は勿論、（導入した政策の）進捗状況がそうした予想に沿った動きとなっているかを注意深く観察する必要がある。

- 具体的には、来年の第1四半期中には、予想に沿った動きとなっているかをより良く判断することが出来るだろう。
- もし予想に沿っていない場合、我々は発行市場での国債購入を含めて、市場規模が厚く・流動性も高い他の資産購入を検討しなければならない。
- 国債を購入する場合には、それは純粋に金融政策上の決定であり、金融政策の使命と法的な権限の範囲内で、ECBの資本金の構成比に応じて購入することになるろう。
- 政策の波及経路は、インフレ期待に働き掛けるシグナリング効果と、投資家が他の資産に資金を振り向ける波及効果（ポートフォリオ・リバランス効果）があり、それには外貨建て資産を通じた為替市場への影響や、銀行の信用拡大余地を高めることを通じた実体経済への影響が含まれる。
- したがって、既に国債利回りが低いため量的緩和策の効き目がないとの見方には十分な根拠がない。政策の波及は購入した資産の利回りを低下させる直接的な効果以外にも及ぶ。
- 仮に必要な場合、国債購入が政府の構造改革への取り組み圧力を弱めるとの議論も当てはまらない。政府の責務である政策の可否を巡って、多かれ少なかれ圧力を掛けることは中央銀行の仕事ではない。中央銀行は物価安定の責務を巡って独立性を付与されるべきだが、これは双方向に対称的なもので、政府の職務（が中央銀行から独立すること）にも当てはまる。

副総裁の発言からは12月4日の次回理事会では、既に発表した一連の緩和策の効果を見極めるのに十分な材料が出揃っていないことを理由に、（TLTROの利用促進策を除く）追加緩和策を見送る可能性が高いことが示唆される。ただ、ユーロ・ドル相場は21日のドラギ総裁の発言後に1.23ドル台に低下した後反発傾向にあり、昨日のコンスタンシオ副総裁の発言を受け1.25ドル台に上昇した。こうした為替水準と原油安による目先の物価上昇率の一段の鈍化が「低すぎるインフレ率の長期化がインフレ期待に組み込まれるリスク」を警戒するドラギ総裁に許容できるものかは微妙なところだ。追加緩和の具体的な決定を見送る場合にも、近い将来の量的緩和の開始を強く印象づける発言をしていくことが予想される。

ドラギ総裁の21日の発言は国債購入を明示的に示唆するものではなかったのに対し（量的緩和の効果を強調し、規模拡大の重要性を説いたことは国債購入を暗示したもの）、今回のコンスタンシオ副総裁の発言は国債購入を正面から取り上げている。この点は、量的緩和策の強化がハードルの低い順に行われる（まずは1月に社債購入を決定、その後も追加策が必要ならば年央に国債購入）と予想する筆者の見方に疑問を投げ掛ける。この辺りはインフレ期待の動向やバランスシート拡大の進捗状況を見極めながら、小出しの政策対応で切り抜けることが出来るか、切り札を投入する必要があるかが判断されることになるろう。12月の理事会でどのような議論が行われるかに注目が集まる。

今回、総裁・副総裁が口を揃えて量的緩和の効き目を強調したことは、将来の本格的な量的緩和の開始に向けた布石と考えられる。量的緩和の波及経路を丁寧に説明し、間接金融中心のユーロ圏でも効き目があることを強調することで、シグナリング効果を高めようとしている。また、正副総裁が国債購入がEU条約に違反する恐れがあるかについて一切触れていないことから、少なくとも理事会内の主流派メンバーの間では法抵触の問題が解決済みであることを意味する。さらに、今回副総裁は国債購入の開始が政府の改革の手綱を緩めるとの懸念がECBの問題ではないことを示唆した。財政ファイナンスや政府の改革後退を理由に国債購入への反対姿勢を貫く理事会内のタカ派メンバーを牽制し、市場対話を通じて国債購入開始に向けた外堀を埋める戦略と考えられよう。

以上