EU Trends

量的緩和にまた一歩近づく

発表日：2014年11月25日(火)

～ドラギ総裁の切迫感～

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のドラギ総裁は従来よりも踏み込んだ形で追加緩和の可能性を示唆。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言及したことからは、厳しい景気・物価状況に対する切迫度が窺え、近い将来の追加緩和を強く意識している模様。

◇　従来の緩和策の説明では貸出市場の活性化に重点を置いていたのに対し、今回の発言では量的緩和を通じたポートフォリオ・リバランス効果、ユーロ安効果、シグナリング効果を強調。今後の追加緩和は量的緩和の規模・対象拡大を念頭に置いていることが示唆される。

◇　早ければ12月４日の理事会で追加緩和が決定されよう。緩和が見送られる場合も、近い将来の追加緩和を強く示唆する可能性が高い。量的緩和の規模拡大には国債購入が必要との見方が多いが、ＥＣＢ内の意見対立が今も続いているほか、切り札を温存しておいた方が市場の期待誘導に得策と見られるため、次の一手は社債購入と考える。

ＥＣＢのドラギ総裁は21日の講演で従来よりも強いトーンで追加緩和の可能性を示唆した。総裁はまず、下記の通り、厳しい景気認識と低インフレの長期化に伴うリスクを指摘。

- *ユーロ圏の経済情勢は困難な状況が続いている。先行きの景況感は脆く、損なわれやすく、そのことが投資活動の低迷につながっている。<u>向こう数ヶ月で成長が加速することは望めない</u>。*
- *インフレ率の鈍化は主に変動が大きいエネルギーと食料によるものだが、コア物価の低迷は一時的な要因ではなく、需要の弱さに起因するもの。*
- *2009年にインフレ率がマイナス圏に転落した際は、景気のリバウンドに伴いコア物価の上昇率が加速し始めていたが、今回はそうした構図が当てはまらない。*
- *<u>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がある</u>。*
- *名目金利が事実上の下限に達している現在、インフレ期待の低下は実質金利の上昇を通じて、金融引き締めを招き、企業の投資決定などに影響を及ぼす。*
- *インフレ期待はこのところ不安定化している。長期の期待インフレは概ね物価安定と整合的と考える範囲内にあるが、短期の期待インフレ率は低すぎる水準に低下している。サーベイベースのインフレ期待は概してより安定しているが、最新の数字では全ての年限で低下している。*

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。

こうした１つ１つの発言は従来の景気・物価認識から大きく逸脱するものではないが、先行きの回復に関する言及が一切なく、厳しい現状判断と下振れリスクを強調するものであった。そのうえで、

- *インフレ率を遅滞なく（without delay）物価安定目標に戻す必要がある。*

と発言。「遅滞なく」との文言からは、インフレ率を早期に引き上げなければインフレ期待が崩れる恐れがあるとの切迫感が窺える。

また、これまでの金融政策対応について整理したうえで、ユーロ圏での量的緩和の波及経路について、下記の通り、説明した。

- *第１のステップは、預金ファシリティ金利をマイナス圏に引き下げることを含めた利下げ。第２のステップは、フォワードガイダンスの導入と強化。両者は何れも限界に達しており、マネーマーケット以外の資産市場に直接介入する第３のステップが必要となった。*
- *総需要の全般的な弱さから景気回復シナリオや中期的な期待インフレのアンカーが崩れるリスクが高まったことで、ＡＢＳとカバードボンドの買い入れを決定した。*
- *６・９月の追加緩和の開始により、ＥＣＢの金融政策のフレームワークは、それまでの受動的な流動性供給から、より能動的なバランスシート管理に移行した。つまり、今後はどの市場にどの程度の規模とペースで介入するかがＥＣＢの金融政策スタンスを表す。*
- *資産買い入れは主に２つの経路を通じて産出量や物価に影響する。*
- *第１の経路は機能不全に陥った金融市場の正常化で、ＡＢＳの買い入れ策を開始したのはこのため。買い入れでスプレッドが縮小するほか、投資家の買い入れ可能な資産が少なくなることで、銀行に対して新規のＡＢＳ組成を促す。そのために銀行は貸出を増加。貸出純増を条件に長期資金を供給するＴＬＴＲＯもＡＢＳ市場の活性化を支援。銀行の包括査定の終了も金融政策の伝達経路を強める。*
- *第２の経路はポートフォリオ・リバランスで、ＥＣＢが投資家から資産を買い入れることで、投資家はよりリスクの高い資産に資金を振り向ける効果が期待できる。*
- *ユーロ圏は日米と金融構造が異なり、ポートフォリオ・リバランスの効果を疑問視する声もあるが、プラスの効果があることに疑問の余地はない。間接金融主体のユーロ圏では、ポートフォリオ・リバランスも銀行貸出を介して生じる可能性がある。*
- *ユーロ建て資産から他国の高利回り資産へのリバランスも生じる可能性があり、日米では金融緩和によって為替レートの大幅な減価が生じた。*
- *ポートフォリオ・リバランスは、インフレ率を過度な遅滞なく（without any undue delay）目標に向けて戻すため、権限の範囲内で必要なあらゆる措置を用いることを示唆するシグナリング効果を発揮することが期待される。*
- *経済理論と他国の経験は、ポートフォリオ・リバランス効果の大きさは、中央銀行のバランスシートの大きさによって決まることが示唆される。購入規模が大きくなればなるほど、他の資産への振り替えが大きくなると考えるのが自然。*
- *ＥＣＢが2012年初の水準にバランスシートを拡大する方針を示唆したのはこのため。カバードボンドとＡＢＳの買い入れ開始は必要なポートフォリオ・リバランスとシグナリング効果を発揮すると考えている。ただ、責務を果たすうえで必要な場合、資産買い入れの規模・ペース・構成を見直す。理事*

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。

会がＥＣＢスタッフと各国中銀の部局に対して、必要な場合に追加措置を打ち出す準備を早急に勧めておく任務を課したのはこのため。

ＥＣＢはこれまで、間接金融主体のユーロ圏では貸出市場の活性化が金融政策の伝達経路を回復することにつながることを強調し、量的緩和の波及経路を論じることからやや距離を置いてきた。だが、今回は「ユーロ圏での量的緩和の効果に疑問の余地がない」と断言。その波及経路として、ポートフォリオ・リバランス効果、通貨安効果（あくまでポートフォリオ・リバランスの一環で生じると説明）、シグナリング効果を挙げた。さらに、ポートフォリオ・リバランス効果がバランスシートの大きさに依存すると主張。今後の追加緩和では、「資産買い入れの規模・ペース・構成を見直す」可能性があることを示唆した。

こうしたドラギ総裁の発言からは、ＥＣＢが近い将来の追加緩和を強く意識しており、その場合の政策メニューとして量的緩和の規模・対象拡大を念頭に置いていることが示唆される。筆者はこれまで、12月４日の理事会では（ＴＬＴＲＯの利用促進策を除いて）追加緩和が見送られ、年明け１月22日の理事会で社債購入が決定されると予想していた。それは12月11日にＴＬＴＲＯ第２弾を控え、４日時点ではバランスシートの拡大が不十分かどうかを判断する材料が出揃っていないと考えたためだ。ただ、「遅滞なく」の文言からはドラギ総裁の切迫度が窺える。目先のインフレ率は原油安により一段と鈍化するとみられ、場合によってはマイナス圏に転落する恐れもある。期待インフレ率が不安定化するなかでの、インフレ率の一段の鈍化は「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」を高めかねない。今回のドラギ総裁の発言を受け、早ければ12月４日の理事会で追加緩和が決定され、緩和が見送られる場合も、声明文や理事会後の記者会見を通じて、近い将来の追加緩和決定がかなり強いトーンで示唆されると予想する。その場合、バランスシートの拡大目標の達成が困難になったことを全面に出すのではなく、中期的な期待インフレ率への脅威が高まったことを主因に、追加緩和策が必要になったと説明することになろう。昨日発表されたドイツのＩｆｏ企業景況感指数が７ヶ月振りに前月対比で改善するなど、景気への過度な悲観論はやや薄れつつあるが、ドラギ総裁も指摘する通り、ＰＭＩ指数で新規受注判断が2013年７月以来の悪化に転じ、「向こう数ヶ月で成長が加速することは望めない」。

「量」を強く意識した今回の発言からは、量的緩和の拡充が次の一手となることに疑いの余地はない。市場参加者の間には国債購入への待望論が根強く、社債やＥＵ機関債を買い入れ対象に加えることで、さらなる時間稼ぎが出来るかは微妙なところだ。ただ、国債購入が全ての問題を解決する“特効薬”かの如く、著しい期待が広がっていることはＥＣＢも認識している筈だ。一旦、国債購入を開始すれば、後は景気や物価が明確に反発するまで、買い入れの規模を拡大していく以外に道がなくなる。また、反対派の急先鋒であるドイツ連銀のバイトマン総裁は早速、国債購入がＥＵ条約が禁止する財政ファイナンスに相当する恐れがあることや、各国政府が構造改革の手を緩める誤ったインセンティブを与える可能性を指摘し、ドラギ総裁の動きを牽制。オーストリア中銀のノボトニー総裁も、今は一連の政策効果を見極める段階で、来年1-3月期にも追加緩和を決定するのは早すぎると発言した。国債購入を巡ってはＥＣＢ内部の意見対立が残っており、政治的な軋轢に晒される可能性があることや、切り札を残しておいた方が市場の期待誘導にとって得策と考えられる。次の一手としては、引き続き社債購入が最有力と考えている。

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。