

ドラギ総裁の泰然自若

発表日：2015年4月16日(木)

～早期緩和終了も買い入れ資産不足も今は封印～

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

- ◇ 3月に量的緩和を開始したユーロ圏では、このところの景気指標や金融環境の改善を受け、早期の緩和終了/縮小観測も浮上しているが、ECBのドラギ総裁はこうした見方を一蹴。先行きの景気・物価見通しの改善は量的緩和の継続を前提としたものと強調し、早期の緩和終了観測の広がりを戒めた。
- ◇ ドイツ国債などの需給逼迫が顕著で、買い入れ対象資産が不足するとの懸念も一部で浮上している。ドラギ総裁は今のところそうした問題は生じていないと説明。今回、政府機関債の対象追加が決定されたことから、対象資産不足にECBが柔軟に対処する意向であることが示唆される。
- ◇ ギリシャのデフォルト懸念が再浮上しているが、ECBはギリシャの銀行が健全な限り、金額の上限や期間を区切ることなく、緊急流動性支援を継続する意向を示唆した。他方、支援プログラムのレビュー終了が見通せない限り、通常の資金供給オペに復帰する方針がないことを改めて表明した。

3月第2週から本格的な量的緩和（拡大資産買い入れプログラム）が開始されたこともあり、比較的注目が低かった15日のECB理事会は、記者会見の冒頭で会見場に潜入した抗議活動家を名乗る女性がドラギ総裁に紙ふぶきを投げつけるハプニングで始まった。ドラギ総裁は一瞬驚いた表情を見せたが、あくまで冷静沈着だった。ハプニングに動揺することもなく記者会見を再開し、量的緩和の効果に疑問視する見方も、早期の買い入れ縮小（テーパリング）が必要になるとの見方も、買い入れ対象の債券が不足するとの見方も、預金ファシリティ金利を一段と引き下げる必要があるとの見方も、バブル発生を懸念する声も、ギリシャがデフォルトに陥る可能性も全て否定した。

【量的緩和の効果】

声明文では、金融市場の環境改善、資金調達コストの大幅低下、企業や家計の買い入れ条件緩和、資金需要の回復などが確認されると説明しており、ECBが量的緩和の初期の効果に満足していることが示唆される。ドラギ総裁も量的緩和の開始後に期待インフレ率が大幅に改善したことに言及、そのことが実質金利の低下につながっていると、緩和効果に自信を覗かせた。実際、最近の景気指標が一段と上向いているうえ、量的緩和による金融環境の改善、原油安による実質購買力の改善、ユーロ安による競争力の改善が、先行きの緩やかな回復加速を後押しすると評価している。また、景気のリスク判断は下振れ方向で据え置いたものの、ユーロ圏の景気の先行きを取り巻くリスク環境はより均衡に向かっているとの文言に変更し（前回は下振れリスクが縮小している）、景気判断を徐々に引き上げている。

【早期の緩和縮小】

最近の景気指標の上振れや量的緩和による予想を上回る金融環境の改善を受け、市場参加者の間には、2016年9月の終了期限を待たずに資産買い入れを終了、或いは買い入れ規模を縮小するとの見方も一部で浮上している。だが、2016年9月以降も中期的な物価安定目標の達成に即した物価の持続的な動きが確認されるまでは買い入れを継続する可能性があるとの従来の方針を確認。緩和策を完全に実施することに注力しているとし、予定通りに買い入れを継続することを強調した。ドラギ総裁は、買い入れを開始して間もない段階で早期終了/規模縮小観測が出ていること自体が驚きであると発言。そのうえで、ECBが先行きの景気回復やインフレ率の改善を予想するのは、あくまで緩和策を完全に実施することが前提となっていることを強調し、緩和策の早期終了や規模縮小を議論するのは時期尚早であると一蹴した。なお、今回の声明文では、買い入れ継続を判断するに当たっては物価のトレンドを注視するとし、物価指標が予想せぬ上振れや下振れをした場合、それが中期的な物価安定に影響しない一時的なものであるかを吟味すると文が追加された。これは原油安の反動で2015年後半以降の消費者物価が上振れが予想されるなか、早期緩和終了観測が高まることを封じ込めることを意図したものと思われる。

【買い入れ資産不足】

足許でドイツ国債などの需給逼迫懸念が顕著となっており、買い入れ対象資産が不足する懸念について聞かれたドラギ総裁は、そうした兆しは今のところ見られないとしたうえで、資産買い入れプログラムは必要があれば対象資産不足に対処できる柔軟性があると説明した。また、対象資産を広げるために預金ファシリティ金利を一段と引き下げる可能性（マイナス金利の債券も資産買い入れの対象となるが、現在▲0.2%の預金ファシリティ金利を下回る債券は対象外としている）を問われた総裁は、追加利下げの可能性を排除した。

【バブル懸念】

量的緩和の開始によりユーロ圏の国債利回りに低下圧力が及んでおり、バブル発生の可能性を問われたドラギ総裁は、大胆な金融緩和が金融市場を不安定化させるリスクがあることは認識しているが、今のところバブルが発生している前兆は見られないと説明した。仮にそうしたリスクが現実化する場合には、まずはマクロ・プルーデンス政策を通じて対処することになるとの基本方針を示唆した。

【ギリシャ情勢】

記者会見ではギリシャに関する質問が数多く聞かれ、ギリシャの銀行に対してECBが提供している緊急流動性支援（ELA）の金額に最終的な上限があるのか、提供する期間に制限があるのかを問われたドラギ総裁は、ギリシャの銀行が健全で、適格な担保を有する限り、提供する意向であることを示唆した。他方、通常の資金供給オペへの復帰（担保基準を満たさないギリシャ国債をオペの担保として受け入れる特例の再適用）の可能性については、支援プログラムのレビューが終了するとの信頼に足る見通しが立つことが必要と言及した。また、ギリシャ国債の担保の掛け目を変更する可能性については、そうした意見が出たことを認めたものの、理事会で実際に議論をすることはなかったと発言した。

【政府機関債の対象追加】

プレスリリースの発表や記者会見で言及されることはなかったが、資産買い入れプログラムに関するE

ECBのウェブサイトによれば、今回の理事会で買い入れ対象となる政府機関債の追加が決定された模様。フランスの4機関、オランダの3機関、イタリア、フィンランド、スロベニアの各1機関で合計10機関が新たに買い入れ対象に加わった。これにより、対象資産の残高は1,000億ユーロ程度拡大することになる。当初発表されたリストは暫定的なものとされていたため、リストの追加自体に驚きはないが、買い入れ開始から間もない変更だけに、早くも買い入れ可能な資産に不足感が出ていることが危惧される。ただ、これは裏を返せば、ECBは今後も買い入れ対象を新たに追加したり、制度設計を変更することにより、予定している買い入れ規模を確保する柔軟な運営をする可能性があることを示唆している。

以上