

ドラギ総裁への甘え体質

発表日：2015年6月4日(木)

～欲しかったのは安心～

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のドラギ総裁が最近の金利上昇と債券市場のボラティリティ上昇を追認したことを受け、国債利回りの上昇とユーロ高が進んだ。前日の欧州債市場が大幅に売られた直後だったことも、市場の失望を誘った模様。ECB高官による相次ぐ火消し発言にもかかわらず、早期緩和終了/テーパリング開始観測が燦り続けており、しばらくは欧州債市場が不安定な動きを続ける可能性がある。
- ◇ 2015年の物価見通しが小幅上昇修正されたものの、これは足許の実績値の上振れと原油価格の想定を引き上げたことを反映したもの。ECBの景気・物価認識が大きく変わった訳ではない。
- ◇ ギリシャのELA打ち切りや担保の掛け目変更を判断する基準は明かされなかった。融資再開に向けたレビューが成功裡に終了すれば、政府短期証券の発行上限を引き上げる可能性があることを示唆。これは夏場の国債償還を乗り切る秘策となり得る。

3日のECB理事会は、このところの景気・物価指標の改善を受けた早期の緩和終了/買い入れ縮小観測についての見解、理事会の景気・物価認識やスタッフ見通しの修正の有無、佳境を迎えるギリシャ支援協議に関連したECBの取り得る行動（ELA打ち切り、担保の掛け目変更、政府短期証券の発行上限増額）について注目が集まった。こうした諸点について目新しい発言や大きな変更点はなかったが、ドラギ総裁による「ボラティリティの高い状況に慣れる必要がある」との発言をきっかけに、ECBがこのところの国債利回りの上昇と債券市場でのボラティリティの上昇を追認したとの受け止めが広がったことで、各国の国債利回りが一段と上昇し、それに呼応する形でユーロ高が進行した。前日の欧州債市場で国債が大幅に売られた（利回りが大きく上昇した）直後ただけに、市場関係者の間には金利上昇を牽制する発言への期待感が高まっていたとみられ、今回はドラギ総裁の発言に冷や水を浴びせられた格好となった。2015年の物価見通しの上方修正（前回：ゼロ%→今回：+0.3%）を金利上昇の理由に挙げる向きもあるが、これは足許の物価上振れと原油価格の想定引き上げによって説明することが可能。2016・17年の物価見通しは据え置かれており、早期の緩和終了を正当化する理由にはならない。ただ、相次ぐECBの火消し発言にもかかわらず、早期緩和終了/買い入れ規模縮小開始への市場の疑心暗鬼が燦っている。エネルギー価格の下押し圧力剥落もあり、年末に向けて物価上昇率は水準を切り上げていくことが予想される。今後もしばらくは欧州債市場が不安定な動きを続ける可能性がある。

声明文での景気判断は前回とほぼ変わらなかったが、前回：「回復が広がり強くなる」→今回：「回復が広がる」に文言を微修正した。この点について問われたドラギ総裁は、新興国を中心としたユーロ域外

経済活動の弱さを理由に挙げたが、モメンタムの僅かな鈍化であることを強調した。景気のリスク判断は「下振れ方向ながら、よりバランスしてきている」と前回から不変。足許の物価上振れがECBの想定を上回るかを問われた総裁は、「想定範囲内だった」と答えた。3月のスタッフ見通しでの物価の想定パスと比較して、足許の物価はやや上振れしている模様だが（図表1）、物価の上振れをことさらに強調すれば早期緩和終了観測が高まりかねないとの判断が働いた可能性がある。物価安定の目標達成を判断するのは、ある一時点の物価上昇率ではなく、中期的な推移が目標に沿った動きとなっているかにあることを強調した。また、量的緩和からの出口には程遠く、出口戦略については一切議論していないと答えた。

スタッフ見通しは、2017年の実質GDP成長率を小幅下方修正（前回：+2.1%→今回：+2.0%）、2015年の消費者物価見通しを上方修正（前回：ゼロ%→今回：+0.3%）した以外はほぼ不変（図表2）。2017年の成長率見通しの下方修正は、外需の想定をやや引き下げたことと、設備投資の回復ペースをより慎重にみていることを反映。為替レートの想定は3月対比でやや通貨安方向に修正。長期金利と原油価格の前提はそれぞれ引き上げられたが、景気を大きく引き下げるものではないと判断している。2015年の物価見通しの上方修正は、足許の物価上振れと原油価格の前提を引き上げたことによるもの。見通しのレンジを見ると、下限が切りあがったことが主に影響しており、物価の加速を見込んでいる訳ではない。2016・17年の原油価格の前提が引き上げられているが、物価見通しは前回対比で据え置き。予測期間の最終期に向けて、中期的な物価安定である「2%をやや下回る水準」に上昇していくと予想している。原油価格の上昇ペースは2016年に比べて2017年の方が小幅にとどまり、エネルギー価格の押し上げ寄与は縮小する筈だが、需給ギャップの縮小によりコア物価の上昇ペースがやや加速していくことを見込んでいる。

このところの国債利回りの上昇についての評価を問われたドラギ総裁は、①景気見通しの改善、②期待インフレ率の上昇、③市場環境の変化（行き過ぎた金利低下の巻き戻し、発行増額、金利上昇でECBが買い入れ可能な短期債が拡大、ボラティリティの上昇、流動性低下など）が複合的に作用したと説明した。そのうえで、「超低金利下では市場のボラティリティが高まる傾向があり、ボラティリティの高い状況に慣れる必要がある」と発言した。市場のボラティリティ上昇に対してECBとして何か対処する準備があるかとの問いに対して、「なにも予定していない」とつれない回答したことも、市場の失望を誘った。

記者会見ではギリシャに関する質問が集中したが、ドラギ総裁は交渉が継続中なこともあり、踏み込んだ発言を避けた。ギリシャ政府が5日のIMFへの支払いを見送り、月末に一括返済することをIMFが認めた場合、ELAに適用するギリシャ国債の担保の掛け目（ヘアカット率）を変更する可能性を問われたドラギ総裁は、明確な回答を避けた。また、ギリシャがデフォルトした場合に、担保の掛け目を変更するか、ELAを打ち切るかを問われたドラギ総裁は、「こうした出来事について憶測することは避けたい」と言及した。ただ、担保の掛け目変更については、支援協議の状況や市場環境などを踏まえ、ギリシャ国債の担保としての質への影響を見極め、必要に応じて判断する方針であることを表明した。変更の可能性を示唆した訳ではないが、定期的に状況を監視していることを明らかにした。ECBがELAの運用などに際して政治的な判断をしているのではないかとの質問に対しては、「ルールに基づいて判断している」と強調したうえで、通常の資金供給オペとELAでは適用されるルールが異なることに理解を求めた。政府短期証券の発行上限の引き上げの可能性については、「現在の支援プログラムのレビューが成功裡に終わる信頼に足る見通しが条件となる」と言及し、融資再開に向けた支援協議がまとまった場合、7・8月の国債償還費用を捻出するため、政府短期証券の発行増額が認められる余地があることを示唆した。

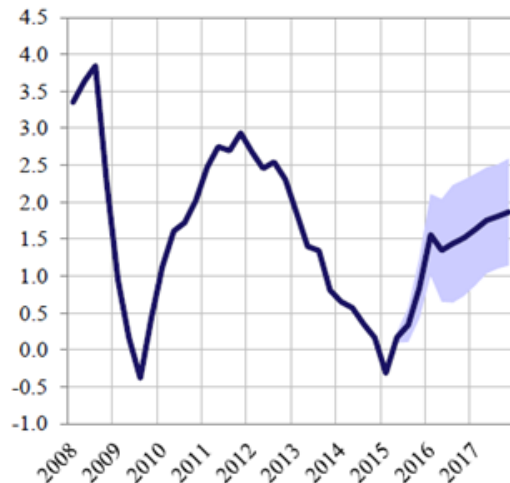
(図表1) ECBスタッフによる経済見通し

【今回(6月)】

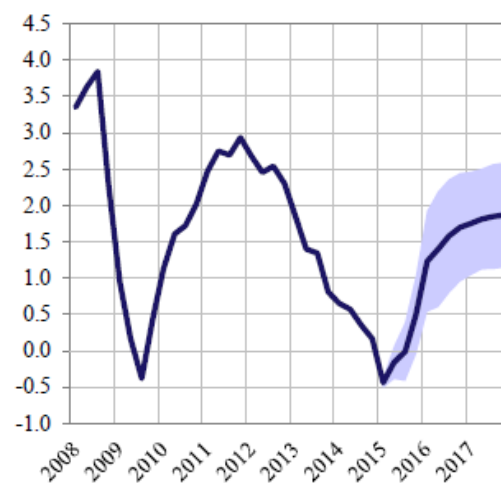
【前回(3月)】

Euro area HICP

(year-on-year percentage changes)

**Euro area HICP**

(year-on-year percentage changes)



出所：欧州中央銀行資料より転載

(図表2) ECBスタッフによる経済見通しの新旧比較

【実質GDP成長率】

	今回(6月)		前回(3月)	
2015年	+1.5%	(+1.1~+1.9%)	+1.5%	(+1.1~+1.9%)
2016年	+1.9%	(+0.5~+3.3%)	+1.9%	(+0.8~+3.0%)
2017年	+2.0%	(+0.3~+3.7%)	+2.1%	(+0.9~+3.3%)

【消費者物価(統一基準)】

	今回(6月)		前回(3月)	
2015年	+0.3%	(+0.2~+0.4%)	0.0%	(▲0.3~+0.3%)
2016年	+1.5%	(+0.9~+2.1%)	+1.5%	(+0.8~+2.2%)
2017年	+1.8%	(+1.0~+2.6%)	+1.8%	(+1.0~+2.6%)

【ブレント原油(\$/b)の前提】

	今回(6月)	前回(3月)
2015年	63.8	58.5
2016年	71.0	66.8
2017年	73.1	70.7

【USD/EUR為替の前提】

	今回(6月)	前回(3月)
2015年	1.12	1.14
2016年	1.12	1.13
2017年	1.12	1.13

【10年債利回り(ユーロ圏の加重平均、%)の前提】

	今回(6月)	前回(3月)
2015年	1.3	1.2
2016年	1.7	1.4
2017年	1.9	1.6

注：括弧内はレンジ

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上