

追加緩和の足音

発表日：2015年9月4日（金）

～市場の前傾姿勢に歩調を合わせたドラギ総裁～

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

- ◇ 中国発の金融市場の動揺とそれに呼応した原油安/ユーロ高進行を受け、ECBは3日の理事会で景気や物価の下振れリスクを強調した。2016年9月以降も資産買い入れを継続する可能性があることを声明文に改めて追記し、買い入れ上限の引き上げにより出玉不足が緩和強化の障害になるとの不安を和らげるなど、必要に応じて追加緩和を行う準備があるとの強いメッセージを市場に発した。
- ◇ 新たなスタッフ見通しは全面的に下方修正されたが、下方修正後も中期的な物価見通しの達成は困難とみられ、2016年9月以降の緩和継続はもはや規定路線に近い。年内に追加緩和が行われるかどうかの判断は、今後も金融市場の動揺が収まらず、米国が利上げを見送り、一段の原油安/ユーロ高が進行、中期的な物価安定が損なわれるリスクが高まることが条件となろう。
- ◇ 追加緩和のオプションとしては、買い入れ期間の延長、買い入れ増額、対象資産の拡充が考えられる。中期的な期待インフレ率の下方屈折が止まらなければ、買い入れ期間の延長で対処することは難しく、買い入れ増額や対象資産の拡充が必要になる。

3日のECB理事会でドラギ総裁は将来の追加緩和の可能性を匂わせ、中国発の金融市場の動揺と茲の原油安/ユーロ高進行を受けた市場参加者の追加緩和期待に歩調を合わせた。スタッフ見通しでは成長率とインフレ率が何れも下方修正され、新興国景気の下振れリスクが増していること、中期的な物価安定達成に対するリスクが増していること、見通し作成時点から金融環境が一段と引き締まっていることに警戒感を滲ませた。また、3月に開始した量的緩和策では、これまでも中期的な物価安定の達成が危ぶまれる場合に2016年9月以降も緩和を継続する可能性が示唆されてきたが、今回は声明文に緩和継続の可能性を明確に示唆する文言を追加した。さらに、各債券の発行残高に対する買い入れの上限比率を25%から33%に引き上げることを発表し、購入対象資産の不足で緩和強化が困難になるとの市場の不安を和らげた。

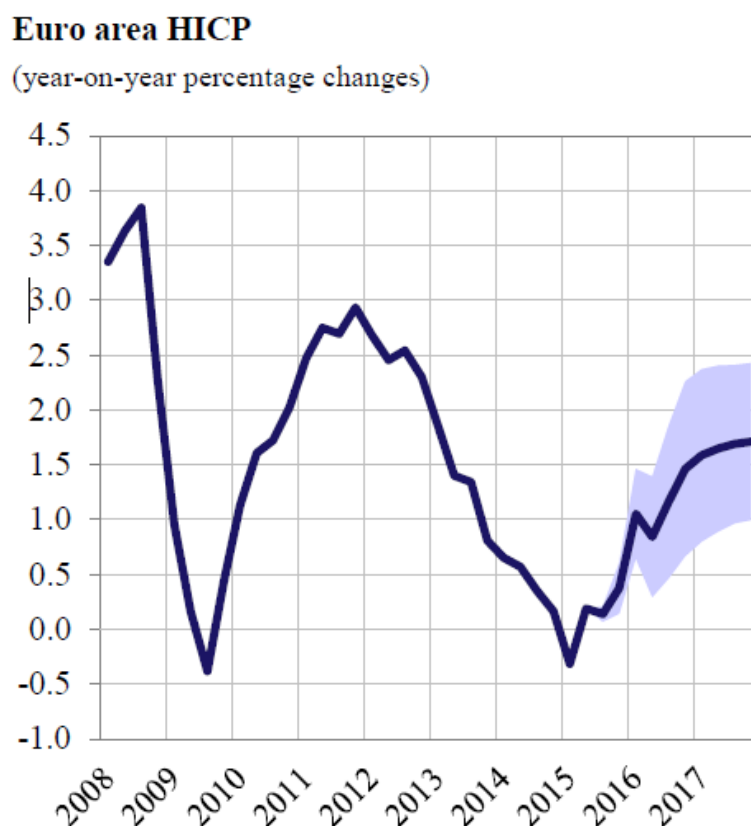
こうしたハト派色の強い発言や変更は、市場の追加緩和期待を強化することで、ユーロ高進行と期待インフレ率の悪化を食い止めるシグナリング効果とともに、さらなる金融市場の動揺と新興国景気の下振れが生じた場合に備えた予防的な効果を狙ったものと考えられる。但し、このところの金融市場や商品市況の変動が大きく、こうした要因が物価安定に及ぼす影響が持続的なものであるか、一時的なものであるかの判断を下すのは時期尚早とし、今回の追加緩和決定は見送った。

下方修正後の中期的な物価見通しの達成は引き続き困難とみられ、筆者は2016年9月以降も量的緩和が継続される可能性が高いと考えている（図表1）。どのタイミングで追加緩和の決定が行われるかは、こ

のところの金融市場の不安定な動きが今後も継続するか（市場の緊張がさらに高まるか）、それに付随して、原油安/ユーロ高が一段と進むか、米国の利上げのタイミングが先送りされるかどうかに依存する。逆に言えば、こうした条件が揃わない限り、年内の追加緩和は見送られる可能性が高い。

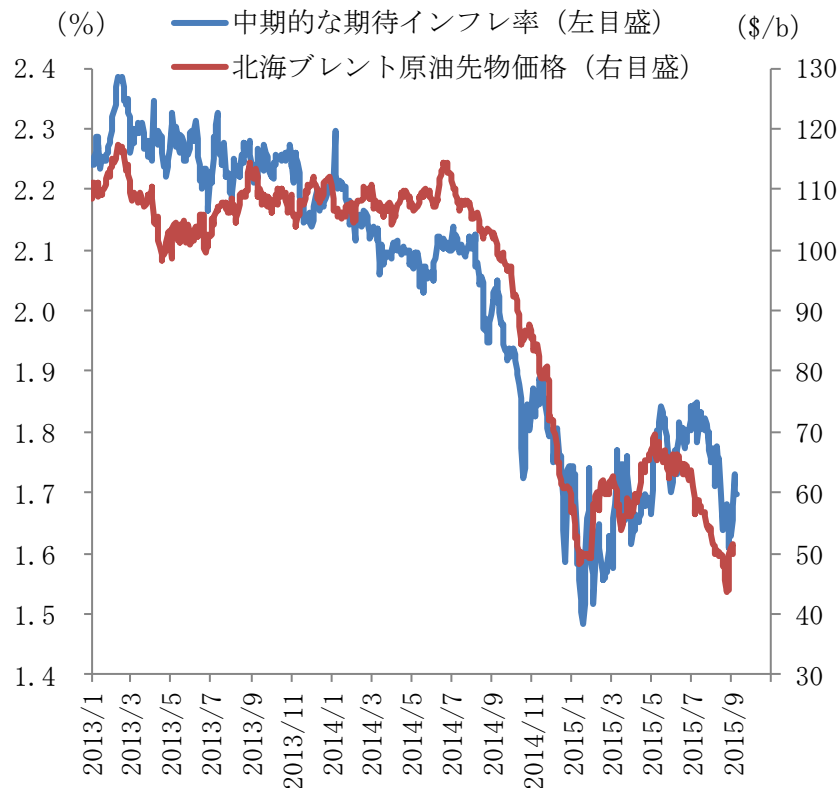
追加緩和のオプションとしては、資産買い入れの期間延長、買い入れの増額、買い入れ資産の拡大が考えられる。前述の条件が揃い、向こう数ヶ月に期待インフレのアンカーが崩れる恐れが高まった場合には、買い入れ額の増額や買い入れ資産の拡大が検討されよう。市場の緩和期待を高めたことで、緩和見送り時のユーロ高進行のリスクを高めた面もある。こうした展開は量的緩和の開始に追い込まれた昨年後半と共通するが、当時との違いは今のところ中期的な期待インフレのアンカーが崩れる危険性がそこまで高まっていない点にある（図表2）。他方、来年以降も物価の戻りが弱く、中期的な物価安定の達成が危ぶまれる場合には、2016年9月以降の緩和延長が検討されることになるだろう。

（図表1）ECBスタッフによる消費者物価見通し



出所：欧州中央銀行資料より転載

(図表 2) ユーロ圏の期待インフレ率と原油先物価格の推移



注：期待インフレ率は5年先5年物スワップ金利より計算
出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

【声明文の変更点】

量的緩和策の継続期間に関する声明文では、「必要に応じてその後も」という言葉が追加され、2016年9月以降の緩和継続の可能性をより明確に示唆した。

＜前回7月＞ 月額600億ユーロの資産買い入れは2016年9月末までか、2%をやや下回る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継続することを意図している。

＜今回9月＞ 資産買い入れは2016年9月末までか、必要に応じてその後も (or beyond, if necessary)、2%をやや下回る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継続することを意図している。

景気判断に関する声明文では新興国発の景気下振れリスクを強調した。

＜前回7月＞ ユーロ圏の景気見通しに対する下振れリスクは、ECBによる金融政策決定、原油価格や為替レートの動向から判断して、概ね抑制されている。

＜今回9月＞ ユーロ圏の景気見通しに対するリスクは、外部環境に関する不確実性の高まりを背景に、引き続き下振れ方向にある。特に、現在の新興国経済の動向は貿易取引や心理的な要素を通じて世界経済の成長にさらなる悪影響を及ぼす可能性がある。

【スタッフ見通し】

成長率・インフレ率ともに2015-17年の各年で前回6月時点の見通しよりも下方修正された（図表3）。新興国景気の変調から外需の見通しが下方修正されたことが景気の下押し要因。他方、物価見通しの下方修正は、原油価格の前提が大幅に引き下げられたことに起因する。ただ、エネルギーを除く物価見通しも合わせて下方修正されており、景気見通しの弱さも反映している。

新たな見通しの前提となる商品市況や為替レートのカットオフ日は8月12日（同日から遡って2週間の原油先物価格と為替レートの平均値が用いられている）。その後一段の原油安とユーロ高が進んでいるほか、新興国景気の状態が早期に改善することは見込めないとし、ドラギ総裁はさらなる下方修正の可能性を示唆している。総裁は為替レートが政策目標ではないとしながらも、景気や物価安定にとって重要な変数であることを認めている。そして為替レートが主要国・地域間の金融政策の相違によって決まるとしており、米国の利上げの行方が間接的にECBの政策決定に影響を及ぼすことを示唆している。

ドラギ総裁は記者会見でデフレの可能性を問われ、向こう数ヶ月のインフレ率が再びマイナスに転落する可能性があることを認めたが、それらが原油安による一時的なものであるとの認識を示唆した。目先の物価下振れが直ちに追加緩和につながるものではないが、物価のマイナス転落に呼応して中期的な期待インフレ率の下方屈折が始まれば、ECBは緩和強化で対応する可能性が高いと筆者はみる。

【買い入れ上限】

ECBは資産買い入れを開始するに当たり、各債券の発行残高に対するECBが買い入れ可能な上限を25%に設定していた。これは集団行動条項（CAC）の発動を阻止することができる25%以上の債券保有をECBに禁じるための措置であったと見られている。今回その比率をCACの発動阻止につながらない場合に限り、ケース・バイ・ケースで33%に引き上げることを決定した。ドラギ総裁はこうした変更が買い入れ開始から6ヶ月以内に技術的な詳細をレビューする当初の計画に沿ったものであったと主張したが、同時に買い入れプログラムがその目的を達成するうえで柔軟に変更可能であることを強調した。

市場参加者の間では、条約抵触を回避するために様々な制約のあるECBの資産買い入れプログラムは、購入対象資産が不足することで緩和を強化するどころか、予定通りの買い入れ金額の達成を危ぶむ声も一部に出ていた。今回の買い入れ上限の引き上げは、こうした不安を和らげ、必要に応じて様々な緩和オプションを検討するとのECBのメッセージが込められている。

【追加緩和のオプション】

ECBはこれまでも金融環境の許容できない引き締まりが生じ、中期的な物価安定が損なわれるリスクが高まれば、認められた権限の範囲で可能なあらゆる措置で対応する方針を示唆してきた。今回の声明でも資産買い入れの規模、構成、期間を変更することが可能としている。ドラギ総裁によれば、今回の理事会では具体策に関する議論は行われなかった模様。今後の追加緩和のオプションとしては、導入までのハードルの低い順から、①買い入れ期間を2016年9月以降に延長する、②買い入れ対象資産を変更せずに、買い入れ金額を月額600億ユーロから増額する、③買い入れの対象資産を拡充する、ことが考えられよう。

【ギリシャ国債の買い入れ】

ドラギ総裁はギリシャ国債を資産買い入れの対象に認めるかどうかの判断は、ギリシャが新たな支援プログラム下で必要な改革を履行しているかを見極めたうえで、レビューを無事に終了すること、債務の持

続可能性の検証が終わる必要があるとの認識を示唆した。9月20日の総選挙後に予定される初回融資のレビュー、レビュー終了後に予定される債務軽減協議の結果が判明するまで、ギリシャ国債が買い入れ対象に加わることはなさそうだ。

(図表3) 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（9月）		前回（6月）	
2015年	+1.4%	(+1.3～+1.5%)	+1.5%	(+1.1～+1.9%)
2016年	+1.7%	(+0.8～+2.6%)	+1.9%	(+0.5～+3.3%)
2017年	+1.8%	(+0.6～+3.0%)	+2.0%	(+0.3～+3.7%)

【消費者物価（統一基準）】

	今回（9月）		前回（6月）	
2015年	+0.1%	(0.0～+0.2%)	+0.3%	(+0.2～+0.4%)
2016年	+1.1%	(+0.5～+1.7%)	+1.5%	(+0.9～+2.1%)
2017年	+1.7%	(+0.9～+2.5%)	+1.8%	(+1.0～+2.6%)

【消費者物価（エネルギー除く）】

	今回（9月）		前回（6月）	
2015年	+0.9%		+0.9%	
2016年	+1.3%		+1.4%	
2017年	+1.6%		+1.7%	

【世界の実質GDP成長率（ユーロ圏を除く）】

	今回（9月）		前回（6月）	
2015年	+3.2%		+3.4%	
2016年	+3.8%		+4.1%	
2017年	+4.0%		+4.1%	

【ブレント原油（\$/b）の前提】

	今回（9月）		前回（6月）	
2015年	55.3		63.8	
2016年	56.1		71.0	
2017年	60.9		73.1	

【USD/EUR為替の前提】

	今回（9月）		前回（6月）	
2015年	1.11		1.12	
2016年	1.10		1.12	
2017年	1.10		1.12	

【10年債利回り（ユーロ圏の加重平均、%）の前提】

	今回（9月）		前回（6月）	
2015年	1.3		1.3	
2016年	1.6		1.7	
2017年	1.8		1.9	

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