

ドラギは裏切らない

発表日：2015年10月23日(金)

～12月の追加緩和を強く示唆～

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は新興国や金融市場の動揺の影響を判断するのは時期尚早とし、22日の理事会で追加緩和を見送った。だが、景気や物価の下振れリスクを強調、一部メンバーが緩和を主張したこと、事務方に追加緩和オプションの検証を指示したことを明かし、これまで否定していた預金ファシリティ金利の一段の引き下げを排除しない方針に軌道修正するなど、次回12月会合での緩和の可能性を強く示唆した。
- ◇ 12月理事会で発表されるECBスタッフの物価見通しの下方修正は必至。足許の物価指標が下振れしていることは元より、ユーロの実効レートが上昇し、原油先物価格が下落している。物価見通しの下方修正に合わせて、12月理事会で追加緩和を決定すると予想する。
- ◇ 預金ファシリティ金利の一段の引き下げは為替チャネルを通じた効果が期待できる。バランスシートの明示的な拡大を伴う資産買い入れ期間の延長、買い入れ規模の増額と組み合わせた追加緩和パッケージになると予想する。大幅な期間延長を約束することを回避するため、買い入れ終了期限を明示しないオープンエンド型の量的緩和に切り替える可能性もある。

■ ドラギ総裁は追加緩和の可能性を強く示唆した

ECBは大方の予想通り、22日の理事会で追加緩和を見送ったが、次回12月3日の理事会で追加緩和を決定する可能性を強く示唆した。声明文では「内需が底堅さを保っているものの、新興国景気の先行きと金融・商品市場の動向がユーロ圏経済に与える余波への不安が広がっており、景気と物価の下振れリスクが高まっている」、「2%をやや下回る中期的な物価水準への復帰を遅くしている要因の強さと持続性について詳細に検討する必要がある」と指摘。そのうえで「新たなECBスタッフ見通しが入手可能な12月の会合において、金融政策の緩和度合いについて再検証する」としている。ドラギ総裁は理事会後の記者会見で「需給ギャップの継続、一段の原油安進行、過去数ヶ月の実効為替レートの上昇、消費者物価の表面計数と中期的な期待インフレ率との相関の高さ一が物価の下振れリスクを高める」と指摘した。

ドラギ総裁は「ECB理事会の現在の姿勢は、情勢を見守る（wait-and-see）状況にあるのではなく、行動し検証する（work-and-assess）状況にある」、「今日の議論の支配的なテーマではなかったが、何人かのメンバーが今回の会合で追加緩和を主張した」、「為替レート、原油価格、外需などの技術的な諸条件が悪化すれば、量的緩和プログラムや金融緩和スタンスの変更が必要になる」、「過去数ヶ月の実効為替レートの上昇はいささか大きく、物価安定に影響を及ぼす」との認識を明らかにした。さらに、これまで技術的にも実務的にも下限に達したと明言していた預金ファシリティ金利（下限の政策金利、現在▲

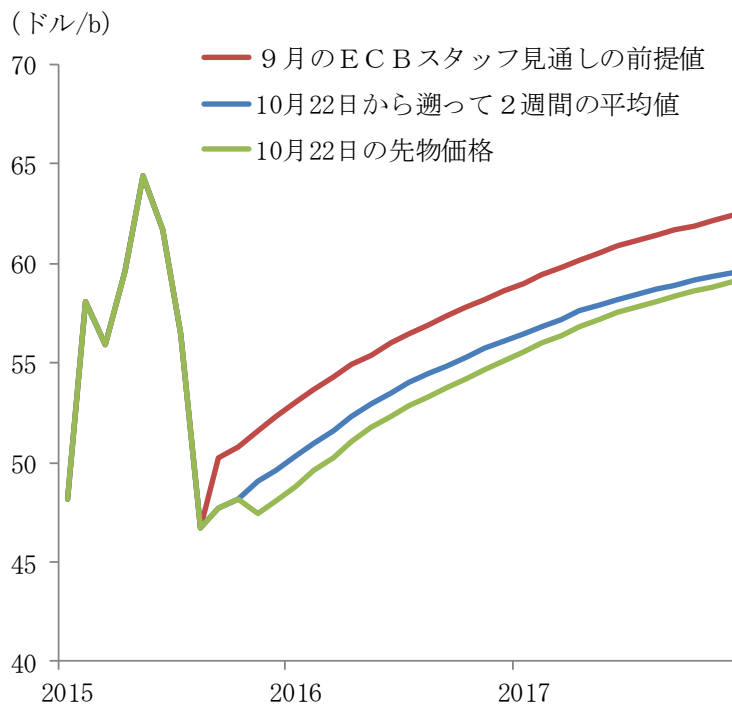
0.2%) について、今回の会合で引き下げの可能性を議論したことを明かし、他国の中銀の経験や状況の変化に照らし、追加の引き下げも選択肢として排除しない方針を示唆した。前言撤回がECBの信認に悪影響を及ぼすかについてドラギ総裁は、「中央銀行の信認は負託された責務に従う能力に基づくものである」と説明した。

追加緩和のオプションについて声明文では「資産買い入れプログラムは、その規模、構成、期間を変更する柔軟性を有する」との従来の文言を繰り返したが、ドラギ総裁は記者会見で「現時点でどの政策が望ましいかを明確に決めることはなかったが、様々な政策メニューについて導入時のメリット・デメリットを幅広く議論した」ことや、「理事会が関連のユーロシステムの部局に対して、導入可能な様々な政策オプションについて検証する任務を課した」ことを明らかにした。今年1月に資産買い入れプログラムの開始を決定するのに先駆けて、ECB理事会は昨年11月の会合で「ECBスタッフと関連のユーロシステムの部局に対して、必要な場合に追加措置を打ち出す準備を早急に進めておく任務を課し」、翌12月の会合では「来年の早い段階で金融緩和の効果、バランスシートの拡大、物価見通しを再評価する」ことを示唆していた。緩和オプションの検討を事務方に指示した今回の発言は、ドラギ総裁の記者会見中に飛び出したもので、声明文にこそ盛り込まれなかったが、次回会合での緩和決定が近づいていることを強く示唆する内容と言えよう。スタッフ見通しを発表する12月会合での追加緩和を決定する可能性が極めて高いが、タカ派メンバーの説得や緩和オプションの検討に時間が掛かる場合には、昨年同様に12月会合では緩和決定が既定路線であることを明言し、来年早々に追加緩和を決定する可能性もある。

■物価見通しの下方修正に合わせて12月に緩和を決定すると予想

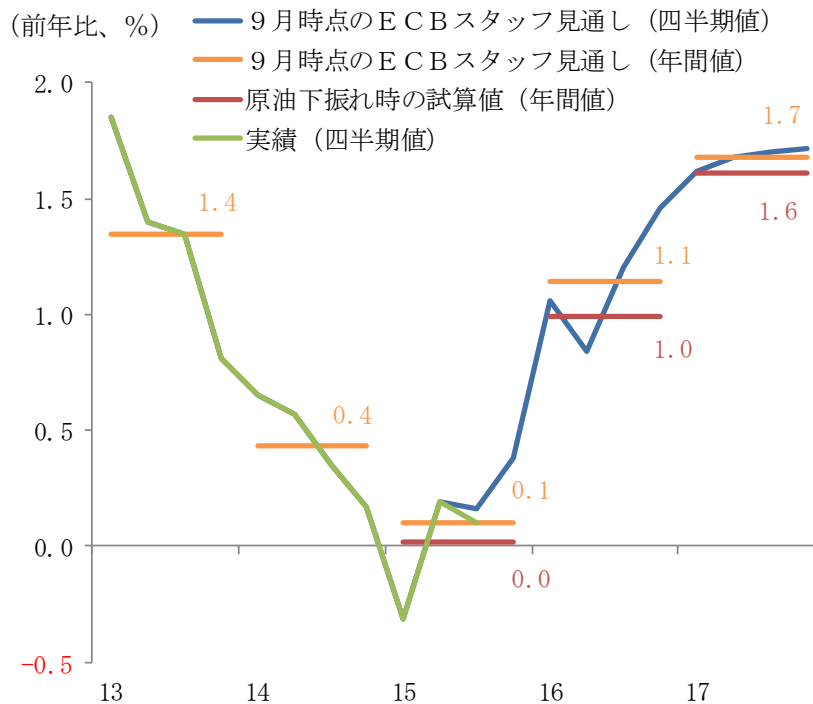
新興国減速の余波、金融市場の動揺、商品市況の行方、8月のドイツの経済指標の下振れが暦要因による一時的なものかどうかの判断、ドイツの大手自動車会社の排ガス不正問題の影響、難民危機の影響など、ユーロ圏の景気・物価を取り巻く環境は不透明な要素が多く、今回の会合では追加緩和が見送られた。声明文や記者会見でのドラギ総裁のハト派的なメッセージから、筆者も次回12月会合での追加緩和決定の可能性が高いと考えている。ドラギ総裁は前提条件の変更が追加緩和の引き金になる可能性を示唆し、その一例としてユーロ高を挙げた。追加緩和期待の高まりで記者会見の開始後に為替市場で大きくユーロ安が進行したため、足許のユーロ・ドル相場は9月時点のスタッフ見通しから大幅な乖離がなくなった。他方、原油価格の想定は9月時点から大きく下方修正される可能性がある。スタッフ見通しでの原油価格の想定は、カットオフ日から遡って2週間の原油先物価格の平均値が用いられる。前回9月見通しのカットオフ日は8月12日で、その後に原油先物価格は一段と下落している。足許の原油先物価格は9月見通し時点の想定から5%以上も下振れしている(図表1)。消費者物価を構成するエネルギー価格と原油価格の関係から筆者が推計したところ、こうした原油価格の想定変更だけで2016・17年の消費者物価は0.1%ポイント程度下押しされる(図表2)。原油安のコア物価への二次的な波及効果を含めれば、さらなる下方修正が必要となる。ECBが目標に掲げる「2%をやや下回る」中期的な物価安定の達成が危ぶまれる。

(図表 1) 北海ブレント原油先物価格の推移



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

(図表 2) ユーロ圏の消費者物価の推移



注：原油価格の想定変更のみの影響、除くエネルギーは9月時点から不変
出所：欧州統計局、欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

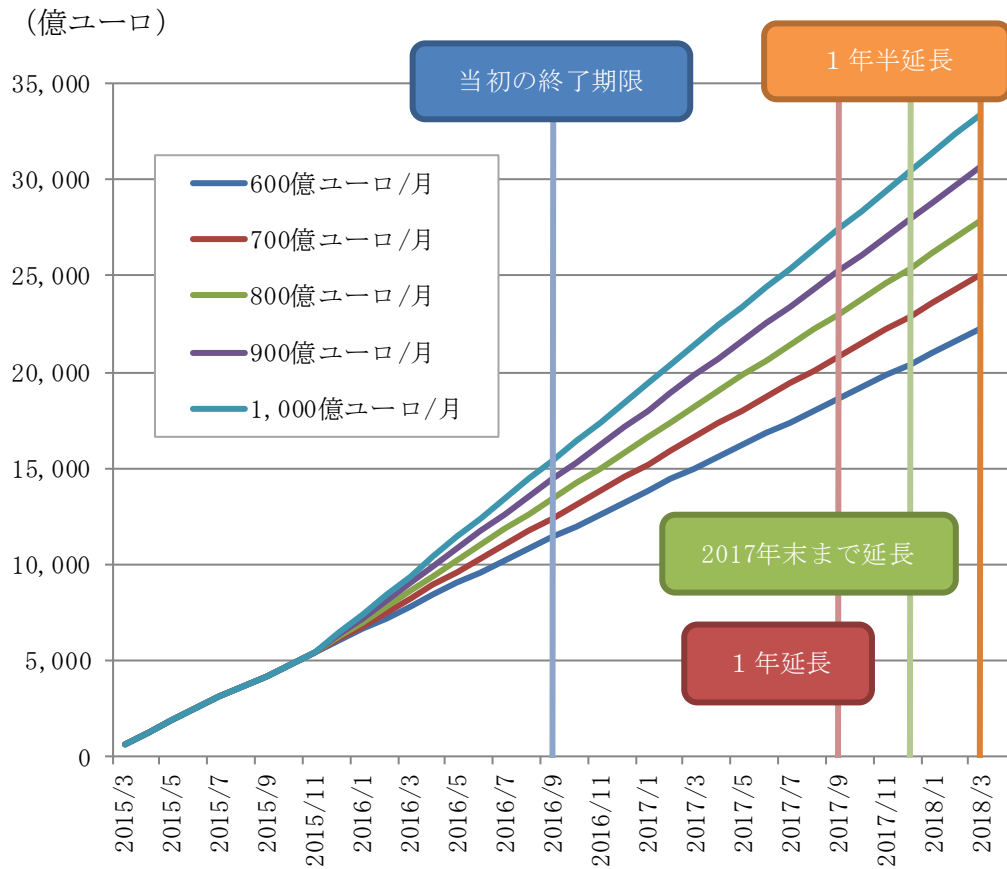
■利下げ+期間延長+買い入れ増額の合わせ技か？

追加緩和のオプションとしては、ECBが指摘する通り、①来年9月以降も資産買い入れを継続する、②資産買い入れの金額を増額する、③買い入れ対象資産を拡充する、④預金ファシリティ金利を一段と引き下げることが考えられよう。預金ファシリティ金利の引き下げは、為替チャネルを通じての緩和効果が大きいと考えられ、今回ECBが新たに緩和オプションとして明言したことからも、緩和パッケージに含まれる可能性が高い。ただ、これだけではバランスシートの明示的な拡大につながらないことから、資産買い入れの期間、規模、構成の変更と組み合わせる可能性が高いとみる。

現在の資産買い入れプログラムは来年9月をいったんの終了期限としているが、中期的な物価安定目標を達成するうえで必要があれば、その後も緩和を継続する方針を従来から採ってきた。この観点からは、買い入れ期間を延長することは、既存の政策フレームワークの延長線上の対応と言え、導入のハードルは一見低く思える。だが、1年以上の期間延長となれば、資産買い入れの規模は当初予定している1兆1,400億ユーロから、2～3兆ユーロ規模に一気に膨らんでいく（図表3）。次回会合が行なわれる12月初旬時点での買い入れ実績は約5,400億ユーロと、予定している買い入れ総額の半分弱に過ぎない。まだ予定の半分も緩和策を実行していない段階で、買い入れ期間を例えば2017年9月（1年延長）や2017年末まで延長することに対しては、タカ派メンバーを中心に反対意見が出ることが予想される。他方、月毎の買い入れ額を現在の600億ユーロから数百ユーロ単位で引き上げれば、ひとまず緩和規模の大幅な拡大は回避できるが、来年9月以降もさらに緩和を継続する必要に迫られた場合、買い入れ額が雪だるま式に膨らんでいくことになる。さらに、買い入れ対象資産を拡充するには、社債、ローン債権、株式などを組み込む必要がある。リスクの高い資産の購入に踏み切ることにつながり、他の政策オプションを優先するとみられる。

このように、どの政策選択肢も一長一短がある。そこで筆者は、複数の選択肢を組み合わせる可能性が高いと考えている。例えば、期間の延長を2016年末（3ヶ月延長）か2017年3月末（6ヶ月延長）程度にとどめる一方で、買い入れ規模を700億ユーロや800億ユーロに引き上げることで、全体の買い入れ金額を1兆5,000～6,000億ユーロ程度にとどめる。これに預金ファシリティ金利の引き下げも加われば、相応の緩和効果が期待できるだろう。或いは、3～6ヵ月の中途半端な期間延長が政策効果を減じると考えるのであれば、買い入れの終了期限を明示しないオープンエンド型の量的緩和策に切り替える手もある。この場合、市場参加者に対しては大規模な買い入れが長期化すると期待を抱かせることが出来る一方で、タカ派メンバーに対しては状況が改善すれば早期に緩和を打ち切る選択肢を提示することが可能となる。

(図表3) 追加緩和時のECBの資産買い入れ額の推移



注：今年12月に買い入れ額を増額する場合の累積買い入れ額
 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