

ドラギマジック不発

発表日：2015年12月4日(金)

～見えない脅威との戦いに挑む～

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3日の理事会で、預金ファシリティ金利を▲0.3%に0.1%ポイント引き下げたほか、資産買い入れプログラムの終了期限を2017年3月まで6ヶ月間延長する追加緩和策を決定した。より大幅な利下げ幅や資産買い入れの規模増額を予想していた市場参加者から失望の声が上がっている。
- ◇ 市場の期待に届かない今回の決定は、将来の緩和カード温存やFRBの利上げを見越した動きとの見方もあるが、筆者はドラギ総裁やプラート理事が緩和決定での理事会メンバーの支持を得るために、市場の圧力を利用したと考える。市場追認で後戻りができない状況を作り出したが、景気や物価動向からは差し迫ったリスクが観察されない状況で、より大胆な措置への理解は広がらなかった。
- ◇ ドラギ総裁やプラート理事が懸念するのは、低インフレの長期化で期待インフレが低い水準に固定化されるリスクだろう。原油価格の想定が一段と下方修正される可能性や、コア物価が想定通りに回復しない恐れがあり、ECBは来年中にさらなる利下げと量的緩和の強化に踏み切ると予想する。

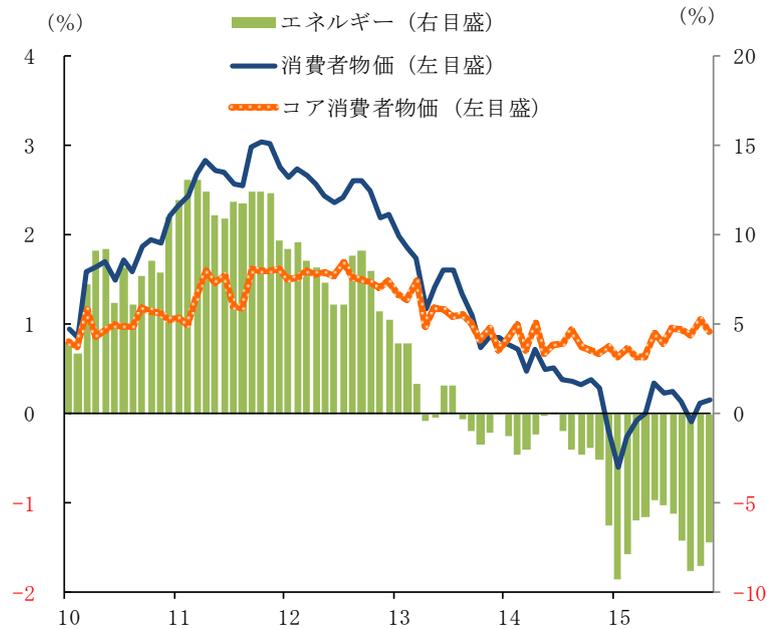
ECBは3日の理事会で追加緩和を決定したが、緩和の内容は市場参加者の期待に届かず、より踏み込んだ政策対応を期待していた金融市場に失望が広がっている。3日の欧米市場では、株安、ユーロ高、金利高が進行した。今回、決定した追加緩和策は、①預金ファシリティ金利（下限の政策金利）を0.1%ポイント引き下げる（現在の▲0.2%から▲0.3%に変更）、②資産買い入れプログラム（APP）の規模を月額600億ユーロで据え置き、終了期限を最低6ヶ月間延長する（現在の2016年9月から2017年3月に変更）、③満期償還を迎えるAPPで購入した資産の再投資を行なう（ECBのバランスシートを維持する）、④買い入れ対象にユーロ圏内の地方政府が発行するユーロ建て債券を加える、⑤固定金利・無制限供給方式での資金供給オペを2017年の積み期間の最終日まで延長する。市場参加者の間には、0.15%ポイントを上回る預金ファシリティ金利の引き下げ、二段階方式（一定金額を上回る超過準備や預金ファシリティにより大きなマイナス金利を適用する）の預金ファシリティ金利の導入、資産買い入れ額を月額750億ユーロ程度に増額するなど、より踏み込んだ追加緩和を予想する見方が多かった。ドラギ総裁は再投資の効果が無視できないことを強調したが、FRBの経験から、多くの市場参加者はECBの量的緩和策も当面の間、再投資が行なわれることを前提に考えていた。

前回10月22日の理事会では、これまで下限に達したと説明してきた政策金利に追加の引き下げ余地があることを示唆し、事務方に追加緩和のオプションを検討することを指示、12月の理事会で金融政策の緩和度合いを再検証すると述べるなど、追加緩和の可能性を強く示唆した。その後、理事会内のタカ派メンバ

一から追加緩和に否定的な意見も聞かれたが、ドラギ総裁やプラート理事（マクロ経済担当理事で政策を提案する）など理事会の中核的なメンバーはその度に火消し発言を繰り返し、追加緩和への強い決意を示してきた。では市場対話に長けたドラギ総裁が今回、市場の期待を高めた末に、その期待に満たない緩和策を発表したのは何故だろうか。「一段の対応が必要になった場合の緩和カードを温存しておきたかった」との見方も一部にあるが、筆者はそう思わない。市場の失望を誘い、ユーロ高進行など金融市場の環境が引き締めれば、却って将来の追加対応を余儀なくされるリスクが高まりかねないことはECBも十分に承知している筈だ。FRBの利上げ開始が近く予想され、ECBが敢えて大胆な緩和に踏み出さなくても、ユーロ安が進むと考えたからだろうか。これもピンとこない。FRBの利上げ開始に期待するのであれば、市場の緩和期待をそこまで高める必要はなかった筈だ。夏場の新興国不安や金融市場の動揺で追加緩和の方針を固めたが、その後に過度な不安心理が後退したものの、市場の追加緩和の織り込みが進んでいたため、もはや後戻りができなかったのだろうか。10月の理事会後も市場の緩和期待を修正する機会は何度も合った筈だが、理事会が近づくなかでECBは緩和期待をさらに強化する形で動いた。単に市場の反応を読み違えたとするのも、ドラギ総裁らしからぬ行動に思える。

筆者が考える理由としては、追加緩和に躊躇する理事会内の中間派メンバーの説得には、市場の緩和観測を後戻りが出来ない状況まで高める必要があったが、誰もが納得する差し迫ったデフレリスクが観察されないことから、より大胆な追加緩和策への理解を得ることが出来なかったのではないだろうか。ドラギ総裁によれば、今回の追加緩和決定は全会一致でなかったが、大多数の理事会メンバーが賛成したとのことだ（ドイツ出身のラウテンシュレーガー理事、ドイツ、オランダ、エストニア、ラトビアの中銀総裁の計5名が反対票を投じたとの報道がある）。そもそも市場参加者の一部からは、「ユーロ圏の景気や物価はそこまで弱くなく、ECBは本当に追加緩和が必要な状況なのだろうか」との疑問の声も挙がっていた。確かに、新興国への過度な不安は既に後退し、夏場にかけてのドイツの景気指標の下振れも一時的なものにとどまりそうだ。大手自動車会社の排ガス不正問題やパリ同時多発テロなど不安材料はあるが、景気を大きく下押しするには至っていない。ドラギ総裁も理事会後の記者会見で、景気が消費主導で順調に回復していることを示唆している。1月に資産買い入れプログラムの開始を決定した当時と比べても、消費者物価がマイナス圏に転落し、中期的な期待インフレ率が一時1.5%台を割り込んでいたのに対して、現在、消費者物価はプラス圏に復帰、コア物価も底入れし、中期的な期待インフレ率は1.7%台に回復している（図表1・2）。では、景気や物価がそこまで悪くないのかかわらず、ドラギ総裁やプラート理事はなぜ追加緩和が必要と考えているのだろうか。それは、量的緩和の開始後も物価の戻りが想定よりも鈍く、中期的な物価安定水準に戻るのにより長い時間が掛かることを警戒しているからだろう。消費者物価やコア物価は2013年末以降、1%そこそこそれを下回る低空飛行が続いている。このまま低インフレが長期化すれば、期待インフレ率が低い水準で固定化される恐れが高まりかねない。日本の経験を振り返ると、バブル崩壊後にデシインフレが長期化した後、消費税引き上げと金融危機による外的ショックが加わり、物価がマイナス圏に転落し、デフレが定着するに至った。米国がいよいよ利上げを開始し、新興国の一段の減速が予想されるなど、景気サイクルはいよいよ成熟期に入ってくる。景気が次の下降局面に入ったり、外部環境が大きく悪化する前に、十分な物価水準に戻しておかなければ、ユーロ圏も日本の二の舞になりかねない。

(図表 1) ユーロ圏の消費者物価の推移 (前年比)



注：コア物価は食料・アルコール・たばこ・エネルギー除く
出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

(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

新たに発表されたECBのスタッフ見通しでは、海外景気の見通しが引き下げられたものの、原油価格とユーロ相場の想定が引き下げられたことや、難民危機対応で政府歳出の拡大が見込まれることから、ユーロ圏の実質GDP成長率は前回同様に1%台後半での推移が予想されている(図表3)。他方、消費者物価の見通しは、主に原油価格の想定が引き下げられたことを受け、2016年・17年が各々0.1%ポイント下方修正された。予測の前提となる原油価格は11月12日のカットオフ日から遡って2週間の先物価格の平均値が用いられている。カットオフ日以降に原油価格は一段と下落しており、12月3日から遡って2週間の平均価格は12月のスタッフ見通しの前提より5~8%程度さらに低くなる(図表4)。4日のOPEC総会でサウジアラビアが減産に合意するのではないかとの観測報道も出ているが、現状程度の価格水準が続いた場合、3月のスタッフ見通しでも原油先物価格の想定が今回並みに下方修正されることになる。また、前年比でみた原油価格の下落率は12月と来年1月に大幅に縮小する見込みだが、2月以降は再び下落幅が拡大に転じることが想定される(図表5)。他方、スタッフ見通しからラフに逆算すると、エネルギーを除く消費者物価は来年後半から上昇率が加速する姿が想定されていそうだが、その実現が危ぶまれる。このように来年以降も物価見通しが一段と下方修正されるとみられ、それに合わせてECBが追加緩和に踏み切ると筆者は予想する。その際の緩和メニューとしては、預金ファシリティ金利の一段の引き下げと銀行収益圧迫の弊害を緩和する二段階方式の導入、資産買い入れの規模、期間、構成の見直しが考えられる。理事会後の記者会見で、預金ファシリティ金利が下限に達したかを問われたドラギ総裁は「今回の利下げ決定は我々の目標を達成するうえで望ましい」と延べるにとどめ、追加利下げの余地について明言を避けた。こうした煮え切らない発言に追加緩和での積極姿勢が感じられないとの受け止めもあるが、利下げによる周辺国中銀に与える影響などにも配慮した発言であったと考えられる。他方、今回の6ヶ月間の資産買い入れの延長で、量的緩和の規模は当初の1兆1,400億ユーロ(600億ユーロ×19ヵ月)から1兆5,000億ユーロ(600億ユーロ×25ヵ月)に増える(図表6)。さらに量的緩和の規模や期間を拡充する際には、2兆ユーロや3兆ユーロといった規模感に膨らんでいく。買い入れ対象が不足する恐れが出てくることから、次の緩和では量的緩和の規模拡大を引き続き小幅にとどめ、利下げとの合わせ技で対応することが想定されよう。ドラギ総裁は「春に資産買い入れプログラムの技術的なパラメーターを再検証する」としており、対象資産のさらなる拡充や買い入れ条件の緩和などが検討されることが考えられる。

ドラギ総裁はこれまでも市場の期待の全てにできてきた訳ではない。だが、タイミングを逃さず、時に市場の期待を上回る大胆な措置を打ち出してきたことで、「ドラギ・マジック」と称されるまでになった。膨らんだ緩和期待を放置した今回の決定により、市場対話を通じて緩和効果を高めてきたドラギ総裁への絶大な信頼は揺らいでいる。今回の理事会後の記者会見では、複数の記者から各国中銀による資産買い入れ策が財政ファイナンスに相当するのではないかとの疑問も呈された。これまで目に見えるデフレの脅威と対峙していたドラギ総裁は、低インフレの長期化による将来のデフレリスクという見えない脅威との戦いに挑んでおり、いよいよ難しい舵取りを迫られる。

(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 (12月)		前回 (9月)	
2015年	+1.5%	(+1.4~+1.6%)	+1.4%	(+1.3~+1.5%)
2016年	+1.7%	(+1.1~+2.3%)	+1.7%	(+0.8~+2.6%)
2017年	+1.9%	(+0.9~+2.9%)	+1.8%	(+0.6~+3.0%)

【消費者物価 (統一基準)】

	今回 (12月)		前回 (9月)	
2015年	+0.1%	(+0.1~+0.1%)	+0.1%	(0.0~+0.2%)
2016年	+1.0%	(+0.5~+1.5%)	+1.1%	(+0.5~+1.7%)
2017年	+1.6%	(+0.9~+2.3%)	+1.7%	(+0.9~+2.5%)

【消費者物価 (エネルギー除く)】

	今回 (12月)		前回 (9月)	
2015年	+0.9%		+0.9%	
2016年	+1.3%		+1.3%	
2017年	+1.5%		+1.6%	

【世界の实質GDP成長率 (ユーロ圏を除く)】

	今回 (12月)		前回 (9月)	
2015年	+3.1%		+3.2%	
2016年	+3.6%		+3.8%	
2017年	+3.9%		+4.0%	

【ブレント原油 (\$/b) の前提】

	今回 (12月)		前回 (9月)	
2015年	53.8		55.3	
2016年	52.2		56.1	
2017年	57.5		60.9	

【USD/EUR為替の前提】

	今回 (12月)		前回 (9月)	
2015年	1.11		1.11	
2016年	1.09		1.10	
2017年	1.09		1.10	

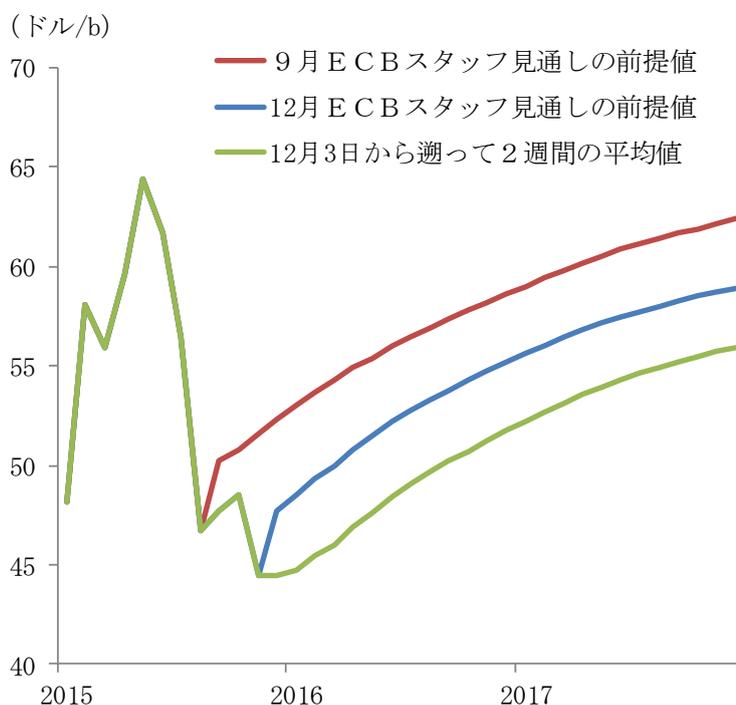
【10年債利回り (ユーロ圏の加重平均、%) の前提】

	今回 (12月)		前回 (9月)	
2015年	1.3		1.3	
2016年	1.4		1.6	
2017年	1.7		1.8	

注：括弧内はレンジ

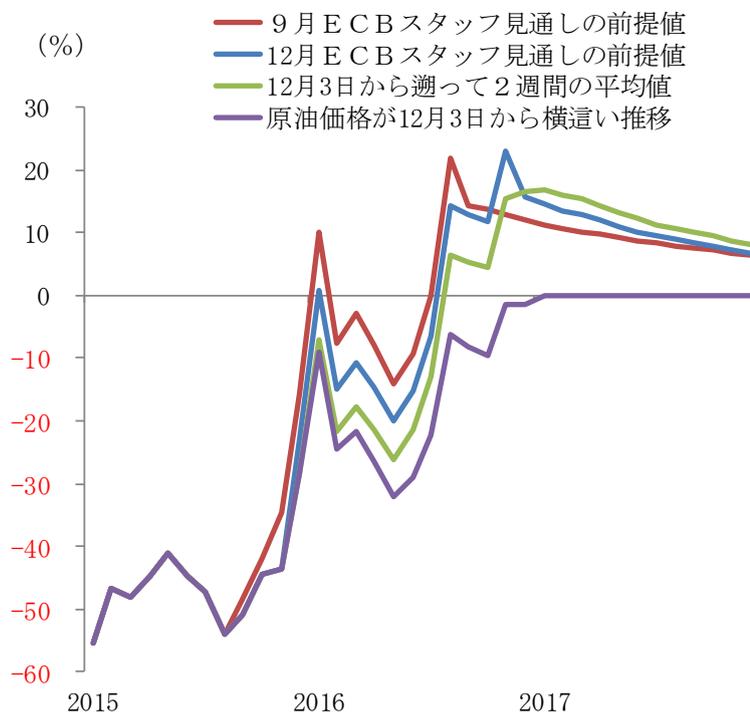
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表4) 北海ブレント原油先物価格の推移



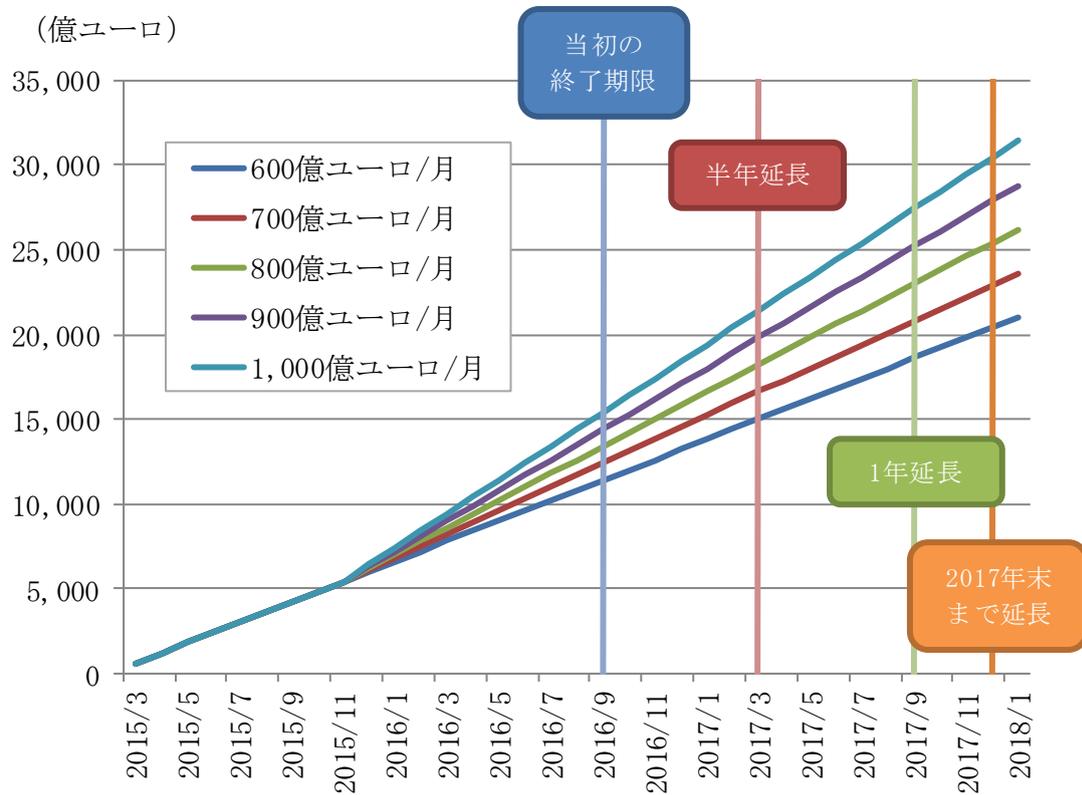
出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

(図表5) 北海ブレント原油先物価格の推移 (前年比)



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

(図表6) 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