

汚名返上の追加緩和示唆

発表日：2016年1月22日(金)

～今回は信じていいんですよね～

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

- ◇ 金融市場の動揺や原油価格の大幅下落を背景にユーロ圏の中期的な物価安定が脅かされており、ECBは次回3月の理事会での追加緩和の可能性を強く示唆した。市場の行き過ぎた緩和期待が失望を招いた前回12月理事会の二の舞を避けるため、今回は丁寧な市場対話と期待誘導を図る可能性が高い。
- ◇ 金融市場の動揺や原油市況などの外部環境が好転した場合も、預金ファシリティ金利の10bps引き下げと量的緩和の技術条件見直しは既定路線。外部環境の悪化が続く場合、預金ファシリティ金利の20bps引き下げ、資産買い入れ規模を月額600→700億ユーロに増額するなどが検討対象となろう。
- ◇ 原油価格の大幅下落により向こう数ヶ月の間にユーロ圏の消費者物価は再びマイナス圏に転落する恐れがある。原油価格と中期的な期待インフレ率との相関が再び高まっており、低インフレの長期化でデフレ期待が広がる事態を食い止める必要がある。

ECBは21日の理事会で政策変更を見送ったが、次回3月10日の理事会での追加緩和の可能性を強く示唆した。中国発の世界経済・金融市場の動揺が広がっていることや原油価格の一段の下落を受け、ECBが将来の追加緩和の可能性を示唆することは既に理事会前から市場参加者の間で意識されていた。ただ、①昨年12月に追加緩和を決定したばかりで、今は緩和効果を見極める段階であるとみられること、②前回の追加緩和決定に複数の理事会メンバーが反対し、さらなる追加緩和に対してはタカ派勢力の相当な抵抗が予想されること、③緩和期待を事前に高めすぎた前回の追加緩和決定が市場の失望を招いたことから、今回は将来の追加緩和の可能性を示唆しながらも、政策のフリーハンドを残す曖昧なメッセージを発するものと筆者は考えていた。

結果として、ECB内の危機感は筆者が想定した以上のものだった。理事会後に発表された声明文では、「2014年央以降に導入した一連の金融緩和措置が機能していることは明確」であり、「昨年12月の追加緩和決定は適切だった」としながらも、「年明け以降、新興国景気の先行き、金融市場や商品市況のボラティリティ、地政学リスクに対する不透明感の高まりから、下振れリスクが再び強まっており、ユーロ圏の物価を取り巻く環境は想定以上に弱い」と指摘し、「2018年もカバーする新たなスタッフ見通しが入手可能となる次回3月初旬の理事会で、金融政策スタンスを再評価し、場合によっては再考する必要がある (it will therefore be necessary to review and possibly reconsider our monetary policy stance at our next meeting in early March, when the new staff macroeconomic projections become available which will also cover the year 2018)」と述べた。ドラギ総裁はさらに理事会後の記者会見

で、①次回会合で政策スタンスを再評価するとの声明文の文言が理事会の全会一致の決定であったこと、②E C Bには行動する能力、意欲、決意があること (we have the power, the willingness and the determination to act)、③負託された権限の範囲内で中期的な物価安定目標の達成に必要な政策手段を用いることに限界がないこと (there are no limits to how far we are willing to deploy our instruments within our mandate to achieve our objective of a rate of inflation which is below but close to 2%) を繰り返し強調した。タカ派メンバーの抵抗がさらなる追加緩和決定の障害になるとの市場参加者の不安解消に動き、ハト派色の強いメッセージを送った。

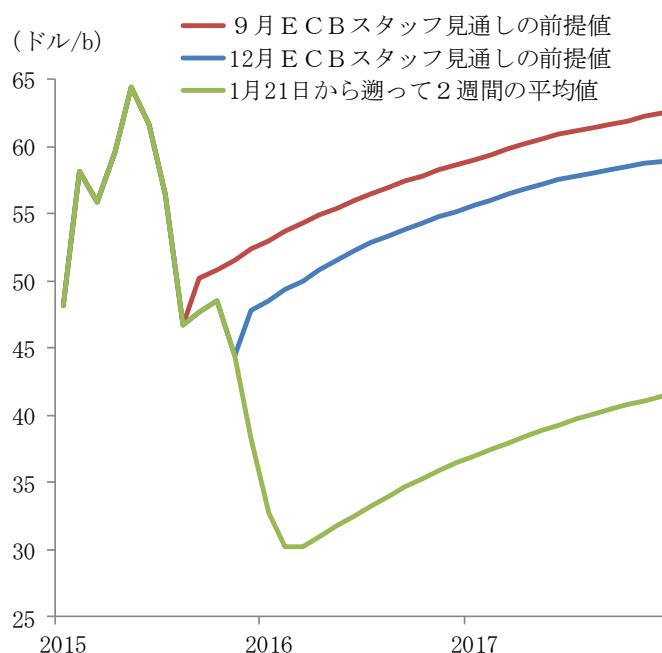
こうした発言を素直に受け止めれば、次回3月の理事会までに外部環境（新興国不安、金融市場の動揺、原油市況の軟化、ユーロ高圧力、期待インフレ率の低下など）が大幅に改善しない限り、追加緩和が決定されるとみてよい。再び市場の失望を招けば、E C Bがこれまで築き上げてきた信頼を損ないかねない。ただ、市場対話のさらなる失敗を避けたいE C Bは、「場合によっては (possibly)」という文言を加えることで、期待修正の余地を残している。昨年12月の追加緩和の可能性を強く示唆した10月の理事会では、「新たなスタッフ見通しが入手可能となる次回12月の会合において金融政策の緩和度合いについて再検証する (the degree of monetary policy accommodation will need to be re-examined at our December monetary policy meeting, when the new Eurosystem staff macroeconomic projections will be available)」と述べたが、外部環境が変化した後も市場の追加緩和期待の高まりを放置した。12月の緩和決定直後に複数のE C B高官が市場の行き過ぎた緩和期待と高い期待に届かない緩和決定後の失望に対し突き放すかの発言をしたのに対し、ドラギ総裁は昨晚の記者会見で「私は市場を咎めることを慎む。対話とは双方向のもので、失望の責任を片方に負わせることはできない」と発言している。このことから、今回は緩和を強く示唆したE C Bのメッセージを信じてよさそうだ。今後3月の次回理事会までに外部環境が大きく好転すれば、E C Bサイドから市場の期待を修正する発言やリークが出てくると考えられる。

ドラギ総裁によれば、今回の理事会では具体的な追加緩和措置の検討は行われなかった模様だ。ただ、声明文の冒頭に「我々は政策金利を据え置くことを決定し、それらがかなりの期間に亘って現在と同じかそれを下回る水準にとどまると予想する (we expect them to remain at present or lower levels for an extended period of time)」とのフォワードガイダンスを再掲載した。つまり、金利に一段の下げ余地があることを明言している。また、昨年12月の追加緩和決定時にドラギ総裁は「我々は量的緩和策の期間、規模、構成を常に見直すことが出来る。技術的な要素で量的緩和策の実行が阻害されることはない。来春に量的緩和プログラムの技術的なパラメータの幾つかを再検証する (we are going to revisit or review some of the technical parameters of our programme in the spring)」と述べていた。今回の声明文では「必要に応じて全ての政策オプションの実行が可能となるような技術的な条件を整えるための作業を行なう (work will be carried out to ensure that all the technical conditions are in place to make the full range of policy options available for implementation, if needed)」との文言が付け加えられた。このことは3月の次回理事会において、量的緩和策に何らかの見直しがされることを意味する。それが規模、期間、構成の変更を伴うものとなるか、現状の規模・期間の買い入れを継続するための条件緩和にとどまるかは、緩和の切迫度合いによって異なってくる。筆者は今回の強い追加緩和メッセージを踏まえれば、市場環境が大幅に改善し、原油価格が大きく戻した場合も、追加緩和の最低ラインは預金ファシリティ金利の10bps引き下げと量的緩和の技術条件見直しとみる。3月時点で市場の動揺と原油相場の低迷が続いている場合、預金ファシリティ金利の20bps引き下げ、資産買い入れ規模の月額600億ユーロから700億ユーロ程度への増額、量的緩和の技術条件見直しの合わせ技を狙うと予想する。

12月の追加緩和決定直後にさらなる追加措置の検討が必要となった点についてドラギ総裁は、E C Bの

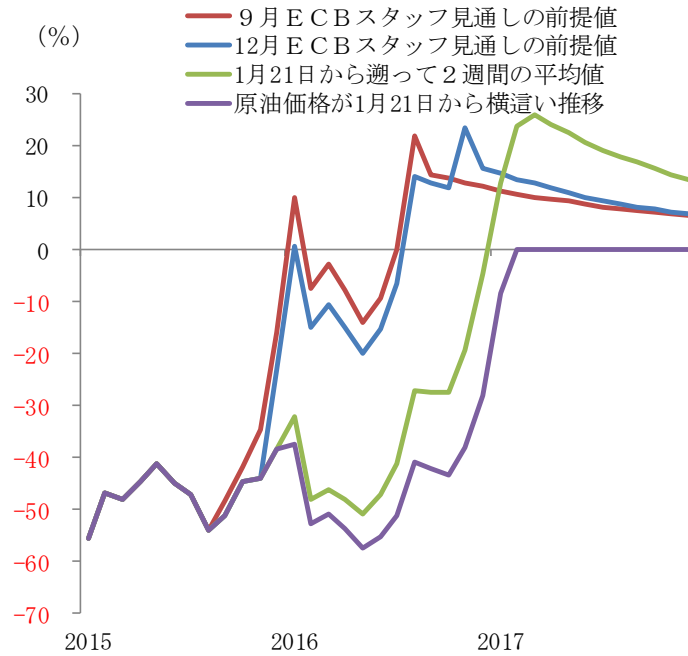
緩和措置が効果を発揮していないのでも、ECBが物価を制御できていないのでもなく、新興国の景気動向、原油市況、ユーロの実効為替レートなどの外部環境が大きく変化したことを強調した。ドラギ総裁も指摘する通り、12月のスタッフ見通し（11月12日のカットオフ日から遡って2週間の原油先物価格の平均値を前提に用いている）と比べて、原油先物価格は40%程度も下振れしている（図表1）。ECBはこれまで、コア物価の底打ちに加えて、エネルギー価格の“前年の裏”が出ることで、消費者物価の上昇率が次第に加速していく姿を描いていた（図表2）。だが、原油価格の下振れにより、デフレーションがさらに長期化することは避けられない。ECB自体も声明文の中で、向こう数ヶ月のインフレ率が極めて低い水準にとどまり、場合によってはマイナス圏に再転落することを認めている。ドラギ総裁は記者会見で、原油や商品市況が物価に与える影響について、価格下落の持続性、大きさ、エネルギー以外の物価への二次的な影響がみられるかを注視していると説明した。そのうえで、最近のコア物価や賃金の動向をみると、決して楽観できないとし、原油・商品市況安の長期化が波及効果を及ぼす危険性を指摘した。また、様々な指標でみた中期的な期待インフレ率が再び低下し、それらが足許の原油相場との相関を強めており、二次的な波及リスクが高まっていることを警戒している（図表3）。低インフレの長期化による期待インフレ率の下方屈折が払拭されない以上、ECBのデフレとの戦いは今後も続くことになろう。

（図表1）北海ブレント原油先物価格の推移



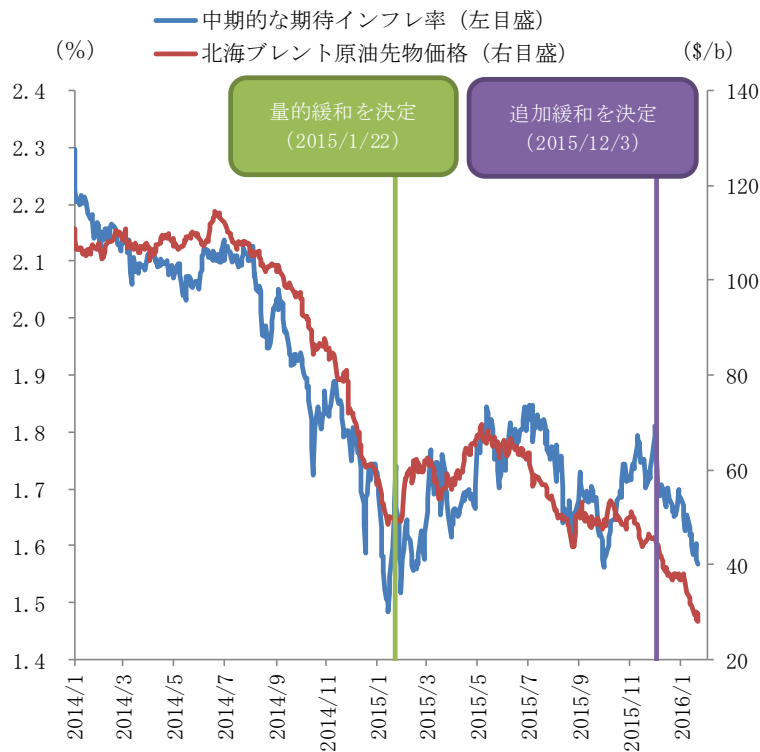
出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

(図表 2) 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 3) 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

以上