

ドラギ頼みもほどほどに

発表日：2016年2月19日（金）

～今度は期待を裏切らないとの盲信も危険～

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

- ◇ 3月10日のECB理事会での追加緩和決定が確実視されている。市場の行き過ぎた緩和期待と失望による混乱を招いた昨年12月の反省から、ECBは慎重な市場対応を心掛けている。今のところ預金ファシリティ金利の追加引き下げと量的緩和の技術条件見直し以外に踏み込んだ情報発信はない。18日に発表された1月理事会の議事要旨でも追加緩和の具体策に関するヒントは得られなかった。
- ◇ 追加緩和メニューとしては、マイナス預金金利拡大、階層化導入、量的緩和の規模・期間・構成の変更、買い入れ規模を確保するための量的緩和の技術条件見直し、6月に終了するTLTRO（条件付き流動性供給）の追加実施などが考えられよう。副作用が少なく、タカ派の理解も得られやすい政策メニューとしては、小幅のマイナス預金金利拡大、前倒しの資産購入、量的緩和の技術条件見直し、TLTROの組み合わせ。市場の期待が独り歩きすることを警戒する余り、ECBが情報発信を手控えていることも考えられる。ただ、現時点でほとんど地均しが行なわれていないことから、小幅利下げと技術条件見直しで打ち止めとなる可能性もある。大規模緩和を期待していると、再び失望を味わう恐れがある。

世界的な景気減速懸念の高まり、金融市場の動揺、原油価格の下振れ、物価見通しの達成が困難となったことなどを理由に、ECBが3月10日の理事会で追加緩和を決定するとの見方は市場参加者の間で広く共有されている。だが、緩和の具体策については様々な見解が入り乱れている。ECBは前回1月21日の理事会で「3月に金融政策スタンスを再評価し、場合によって再考する必要がある」との方針を示していたが、18日に発表された同会合の議事要旨では、追加緩和の具体策について踏み込んだ言及はなく、明確なヒントは得られなかった。昨年12月の追加緩和決定が市場の行き過ぎた期待に届かずに失望を招いた反省もあり、議事要旨では市場対話について相当な分量を割いている。そこでは、

- ◇ 物価見通しの悪化を静観していると受け止められないようにすると同時に、自己増殖の危険性を孕む過度に悲観的なメッセージを発しないようにしなければならない（conveying the General Council's assessment in a way that avoided complacency on the deteriorating price outlook while also avoiding conveying an unduly gloomy message that, in turn, could contribute to self-fulfilling dynamics）
- ◇ 追加緩和の余地・意思・考えがあることを明確に示すと同時に、経済環境が極めて流動的な中で政策が既に決定されたとの印象を与えないようにバランスをとらなければならない（needed to strike a balance between signaling clearly its full capacity, willingness and determination to act,

at the same time, not implying that policy action had already been decided when the economic environment remained very fluid)

- ◇ 昨年12月の理事会後の金融市場のボラティリティの高まりを踏まえ、適切な市場対話を通じて、市場が将来の政策行動に過度な期待を抱かせることは避けなければならない (it had to be avoided, by means of appropriate communication, that markets developed undue or excessive expectations about future policy action, bearing in mind the market volatility experienced around the December 2015 monetary policy meeting)
- ◇ E C Bの金融政策は予見可能でなければならないが、事前に約束したり、市場で広まった過度な期待に応えるものと受け止められないようにしなければならない (The ECB's monetary policy should be predictable but should not be seen as being pre-committed or geared to fulfilling prevailing undue market expectations)
- ◇ E C Bの金融政策決定はデータに基づくもので、次の理事会での金融政策スタンスの包括的な再評価のために、さらなる分析や情報を収集する必要がある (the ECB's monetary policy was data driven and that further analysis and information had to be gathered for a comprehensive review of the monetary policy stance at the Governing Council's next monetary policy meeting)

と言った具合に、今後は市場対話に細心の注意を払う方針が示唆されている。こうしたなか、15日付けのロイター通信は預金ファシリティ金利のさらなる引き下げについて理事会内に確固たる支持が広がっているとの関係者の発言を伝えている。理事会内で慎重な市場対話の必要性が議論されている最中のリーク報道だけに、当該記事の信憑性はそれなりに高そうだ。EONIAの先物金利は現在、15bps程度の預金ファシリティ金利の引き下げを織り込んでいる。預金ファシリティ金利の10～15bps程度の小幅引き下げが3月の追加緩和メニューに含まれることはほぼ間違いない。ただ、欧州の銀行不安が熾るなかでの大幅な預金ファシリティ金利の引き下げは、預貸利ザヤ縮小による銀行収益圧迫や低金利による運用難に拍車を掛けるなどの思惑から市場の不安定化につながりかねない。昨年秋に一時浮上したマイナス預金金利の階層化は、日銀が同施策を導入した後も、E C B内で踏み込んだ議論が行なわれている様子は伝わってこない。今回は預金ファシリティ金利の大幅な引き下げや階層化の導入は見送られるのではないだろうか。小幅利下げだけでは市場の失望を招く恐れがあるため、同時に量的緩和の拡大や2016年6月に期限が切れるTLTRO（貸出増加を条件とする銀行への流動性供給）の追加実施などが検討される可能性がある。

このところ世界的な景気減速懸念が広がっているが、過去のユーロ安のラグ効果、原油安による実質購買力の改善、雇用情勢の改善、財政緊縮ペースの緩和、金融環境の改善などに支えられ、今のところユーロ圏の景気は底堅い。景気動向からはE C Bが追加緩和を急ぐ理由は見当たらない。他方、原油価格に下げ止まりの兆しが広がっているにもかかわらず、中期的な期待インフレ率が量的緩和の決定時を下回り、市場最低圏に落ち込んでいることは、E C Bが追加緩和を決断するのに十分な根拠を与えよう（図表1）。E C Bはインフレスワップから計算した中期的な期待インフレ率が万能指標でないことを再三指摘しているが、タイムリーに期待インフレを把握するには、こうした市場金利に基づく指標に頼らざるを得ない。

E C Bの懸念が景気動向ではなく低インフレの長期化にあるとすれば、原油価格が先物相場が示唆する通りに緩やかに反発すれば、秋以降は物価計数の下押し圧力が次第に弱まってくる（図表2・3）。それまでの時間稼ぎをしたいのであれば、ここで大規模な量的緩和の拡充にコミットすることに躊躇したとしても不思議ではない。月額の買い入れ増額をするにしても650～700億ユーロ程度（現在は600億ユーロ）の小規模なものにとどめ、タカ派の抵抗が強い場合には、折衷案として買い入れ総額を変えずに当面の買い

入れを増額する“前倒し購入”が有力な選択肢となり得る。買い入れ期間の延長や買い入れ対象資産の拡大は昨年12月に実施したが、市場で余り評価されなかったこともあり、他の選択肢がない場合の次善策となろう。その場合、6ヵ月程度の再延長（昨年12月に2016年9月から2017年3月に6ヶ月延長）、高格付けの社債や無担保銀行債などが追加買い入れの対象（昨年12月に地方政府債が追加）となり得る。TLTROは2014年9月から四半期毎に計8回のスケジュールで行われてきたが、6月が最後の資金供給となる。現在、企業の資金需要が回復傾向にあり、TLTROは銀行貸出の増加につながりやすい。ECBは常々、銀行チャネルを通じた金融緩和の波及経路を重視する発言を繰り返しており、他の選択肢に比べて副作用も少なく、6月を前にTLTROの延長を決定する可能性もある。

ECBはまた、次回3月の理事会で「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」ことを表明している。考えられる見直し案としては、①1銘柄当たりの買い入れ上限を緩和する、②ECBの資本金構成比に応じた各国国債の買い入れ割合を見直す、③預金ファシリティ金利を下回る国債の買い入れを可能にする、④残存30年超の国債も買い入れ対象に追加するなどが挙げられよう。このうち、①と②は財政ファイナンスを回避するための条件で（①について補足すると、ECBが単独でCAC発動を阻止できる国債を保有すると、それを阻止しなければ財政ファイナンスと見做される恐れがある）、見直しのハードルは高い。まずは③や④が検討されることになるだろう。

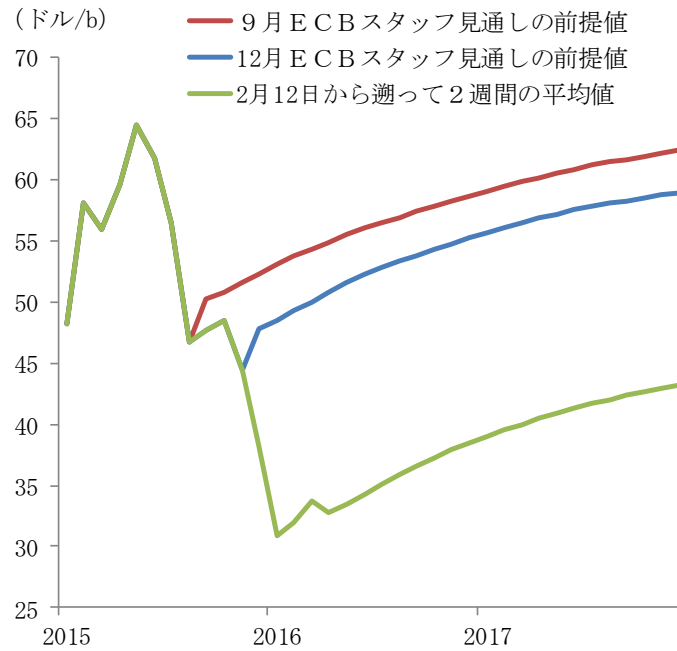
このように追加緩和のオプションは多数考えられるが、預金ファシリティ金利の追加引き下げと量的緩和の技術条件見直し以外に、ECBサイドからの情報発信はない。市場の期待が独り歩きすることを警戒する余り、ECBが情報発信を手控えていることも考えられよう。筆者は預金ファシリティ金利の10bps引き下げ、前倒し購入、TLTRO延長、量的緩和の技術条件見直し、タカ派の理解を得やすく、副作用も少ない緩和メニューと考えるが、現時点でほとんど地均しが行なわれていないことから、小幅利下げと技術条件見直しで打ち止めとなる可能性もある。大規模緩和を期待していると、再び失望を味わう恐れがある。

（図表1）ユーロ圏の期待インフレ率と原油先物価格の推移



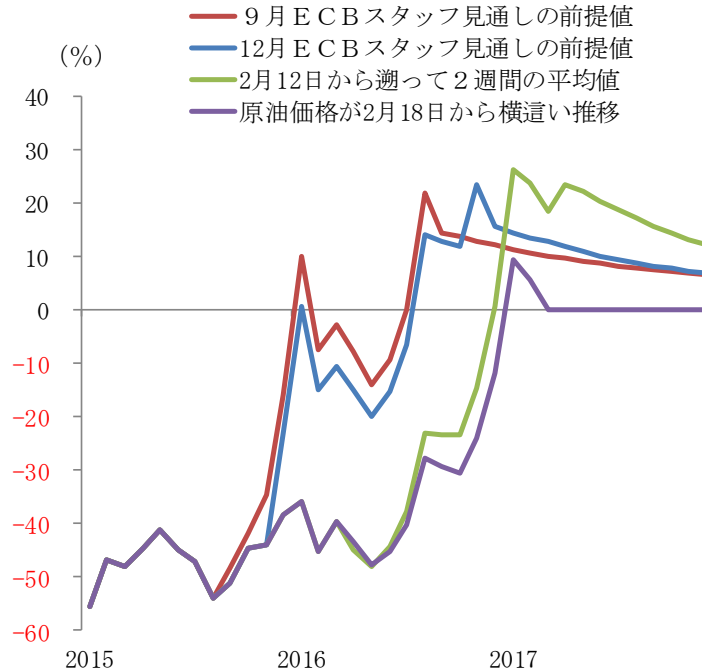
注：期待インフレ率は5年先5年物スワップ金利より計算
出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 2) 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 3) 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

以上