

EU Trends

金融政策の限界論を火消し

発表日：2016年4月22日(金)

～決断はした、今は辛抱強く待つ～

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が6月に開始する社債購入の詳細が発表され、1銘柄当たりの買い入れ上限、格付け、対象企業の要件がそれほど厳しくなかったことから、クレジット環境の改善と国債の需給逼迫懸念の緩和につながる事が期待される。
- ◇ ドラギ総裁による「利下げ打ち止め」発言をきっかけに、ユーロ高進行や金融政策の限界論が広がっており、今回は追加緩和期待のつなぎとめに腐心。必要に応じて追加緩和の余地があることを示唆、金融緩和策の効果を強調し、“ヘリコプター・マネー”の検討を否定した。
- ◇ 期待インフレ率の低迷が続いているが、ECBは緩和効果の発現を「辛抱強く」見守る構え。緩和効果を見極めつつ、原油底入れによる物価の下押し圧力が緩和するのを待つ方針。世界景気や原油市況に大幅な変動がない限り、ECBは様子見姿勢を続ける公算が大きい。

21日のECB理事会は、3月10日の前回会合で包括的な追加緩和パッケージ（利下げ、量的緩和の買い入れ規模拡大、買い入れ対象に社債を追加、TLTRO第2弾など）を決定した直後だけに、新たな政策決定は見送られたが、6月に開始される社債購入策の詳細が発表された。その概要は以下の通り。

- ユーロ圏内で設立された企業（銀行を除く）が発行する投資適格級のユーロ建て社債
- 格付けの基準は最上位の外部格付けがBBB-相当以上
- 購入時の残存年限が6ヶ月以上、31年未満の社債が対象（30年364日は対象）
- マイナス金利の社債も購入対象だが、預金ファシリティ金利（現在▲0.4%）以下のものは対象外
- 1銘柄当たりの買い入れ上限は70%、但し、公的企業の発行する社債は国債同様に33%
- 買い入れは発行市場と流通市場の双方で行なわれるが、公的企業については発行市場を除く
- 実際の買い入れはECBが調整し、傘下の6中銀（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ベルギー、フィンランド）が分担して行なう
- 購入社債が満期償還を迎えた場合、必要な限り再投資を行なう
- 買い入れ額は週毎に公表され、発行・流通市場毎の内訳は月毎に公表される

社債の買い入れ規模は事前に決められていないが（ABSやカバードボンドと同様に、週毎に買い入れ実績が発表される）、1銘柄当たりの買い入れ上限、格付け、対象企業（保険会社、銀行子会社を有する

事業会社、非ユーロ圏の親会社がユーロ圏内に設立した事業会社も含まれる)の要件が余り厳しくなく、買い入れ対象となる社債のユニバースは広めな印象。月額800億ユーロに占める社債の購入割合が高まれば、国債の購入割合は少なくなる。クレジット環境の改善期待が高まり、国債の需給逼迫懸念がやや後退した。

3月会合でドラギ総裁の「利下げ打ち止め」発言に為替市場が過敏に反応、追加緩和決定後にユーロ高が進行していることから、ECBは緩和期待のつなぎとめに腐心。ドラギ総裁は、必要があればマイナス金利の再拡大を含め、その責務の範囲内で全ての追加緩和オプションを実施する準備があることを改めて表明した。また、「量的緩和の終了期限である2017年3月以降も、政策金利は現在と同等かそれを下回る水準にとどまる」との前回会合で強化したフォワードガイダンスの文言をそのまま採用。景気のリスク判断も引き続き「下振れ方向」とし、金融市場で緩和打ち止め観測が広がらないように配慮した。

マイナス金利政策の効果については、「銀行セクター全体の数字からは、これまでのところ純金利収入の減少につながっており、預金者や借り手にコストが転嫁された様子も窺えない。ただ、この政策が内包する難しさについて認識している」とこれまで同様の発言を繰り返し、銀行収益圧迫への不安に配慮。利下げ打ち止めへの不安を和らげるため、発言のトーンは前回に比べてマイルドな印象。

ドラギ総裁は3月の追加緩和決定後に幅広い金融環境が改善し、物価の二次的効果(エネルギー価格の下振れが他の価格に波及する)を食い止めたと強調。一連の金融緩和策(2014年央の試算当時)の効果によって、2014-16年のインフレ率が約0.5%ポイント押し上げられたとのECBスタッフによる試算を紹介。金融政策の有効性を強調することで、市場参加者の間で広がる“金融緩和の限界論”を否定した。また、“ヘリコプター・マネー”に関する質問には全て「一切議論していない」との返答で一蹴した。

ドイツの政治家から相次ぐECB批判(低金利による運用難や年金の目減りをもたらし、ドイツ国内でEU懐疑政党の支持拡大につながっている)に対しては、「ECBはドイツだけでなくユーロ圏全体の物価安定に責任を負っている。ECBは法律に従うのであって、政治家に従うのではない。この問題については本日の理事会でも協議され、ECBの独立性を守ることと現在の金融政策スタンスが適切であることについて、理事会内には総意がある」と答えた。

原油市況の底入れにもかかわらず、期待インフレ率が上向かないことを問われたドラギ総裁は、効果の発現には時間が掛かることから「辛抱強さが必要」と訴えた。市場の鎮静化や原油市況の底入れを受け、ECBは現在、追加緩和の効果を見極める段階にある。ドラギ総裁自身も「3月に採用した金融政策スタンスを維持し、その実行に注力する」と発言している。3月に決定した追加緩和策のうち、社債購入とTLTRO第2弾は6月まで開始されない。3月のECBスタッフの物価見通しと原油価格の前提は相応に慎重なもので、すぐさま大幅な下方修正が必要な状況にはない。今後も期待インフレ率の低迷が続く場合にも、しばらくは静観する構えとみられる。原油市況の底入れを前提にすれば、年後半にはエネルギー価格による物価の下押し圧力が徐々に弱まる。こうした状況に鑑みれば、世界景気や原油市況に大幅な変動がない限り、ECBは様子見姿勢を続ける公算が大きい。

以上