

ECB理事会レビュー：決断の時はまだ

発表日：2016年6月3日（金）

～今は実行あるのみ～

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

◇ 2日の理事会で政策変更を見送ったECBは、必要に応じて追加緩和を示唆する一方、当面は①6月に始まる追加緩和の効果、②原油底入れによる波及効果、③英国民投票の行方を見守る方針。原油底入れで消費者物価や期待インフレ率が徐々に持ち上げられることから、筆者はさらなる緩和見送りをメインシナリオに据える。仮に緩和効果が期待外れに終わり、追加緩和が必要となる場合、12月の緩和決定が有力とみる。9月では緩和効果や原油波及効果を見極める十分な判断材料が入手できず、来年にずれ込むと資産購入プログラムとTLTRO第2弾の終了期限（3月）まで時間が短すぎる。

3月にECBが追加緩和を決定後、原油価格の底入れ明確化、期待インフレ率の低下に歯止め、1-3月期成長率の上振れ、消費者物価の小幅下振れと、強弱入り混じる材料が出ている。こうしたなか、2日のECB理事会では、大多数の事前予想通りに政策変更が見送られ、6月に開始される追加緩和策の効果を見極める方針と、緩和的な政策姿勢が長期化することが示唆され、必要に応じて追加緩和を検討する可能性も排除されなかった。声明文や記者会見の多くは、既に約束した緩和策の実行に焦点が当てられたもので、先行きの追加緩和の有無について目新しいメッセージは見当たらなかった。

新たに発表されたECBのスタッフ見通しでは、1-3月期の成長実績の上振れや原油価格の想定引き上げを背景に、2016年の成長率と物価見通しが揃って上方修正されたものの、2017・18年については前回見通しから殆ど変更されなかった（図表1）。3月に決定した追加緩和パッケージのうち、社債購入プログラムが8日に開始されることが今回発表され（購入した社債の内訳は7月18日以降に週次で公表される）、TLTRO第2弾の初回資金供給が22日に開始される（来年3月まで四半期毎に計4回）。ドラギ総裁は「新たなスタッフ見通しは現時点でのスナップショットであり、これまでに決定済みの緩和策と、これから実行に移される追加緩和策の全面的な効果は今後確認する必要がある」と言及した。

（図表1）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（6月）		前回（3月）	
2016年	▲	+1.6% (+1.3～+1.9%)	▲	+1.4% (+1.0～+1.8%)
2017年	▲	+1.7% (+0.7～+2.7%)	▲	+1.7% (+0.7～+2.7%)
2018年	▲	+1.7% (+0.5～+2.9%)	▲	+1.8% (+0.6～+3.0%)

【消費者物価】				
	今回（6月）		前回（3月）	
2016年	▲	+0.2% (+0.1～+0.3%)	▲	+0.1% (▲0.2～+0.4%)
2017年	▲	+1.3% (+0.6～+2.0%)	▲	+1.3% (+0.6～+2.0%)
2018年	▲	+1.6% (+0.7～+2.5%)	▲	+1.6% (+0.8～+2.4%)

注：括弧内はレンジ

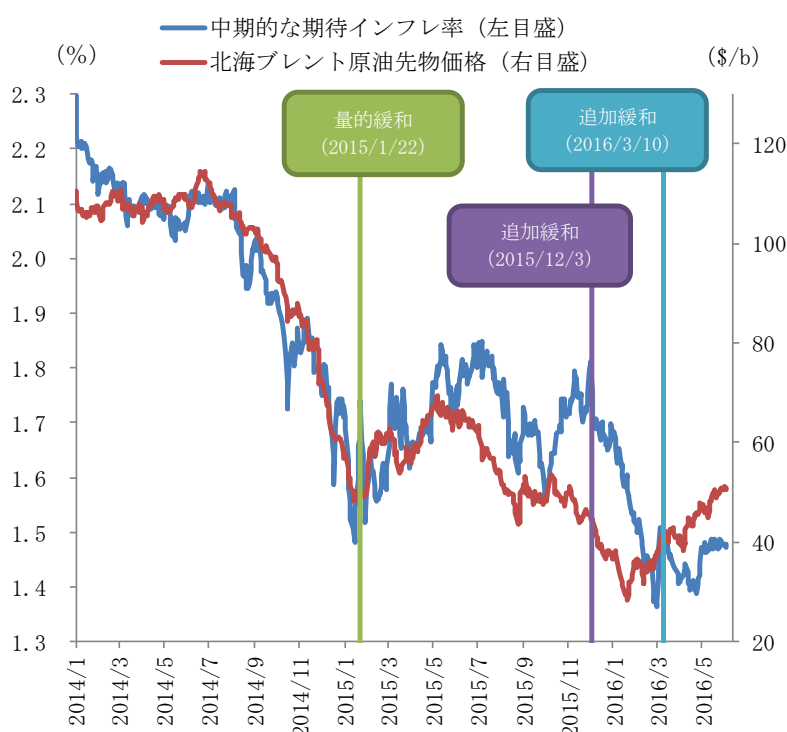
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

E C Bが敢えて追加緩和の効果を完全に織り込まず、2017・18年の見通しを据え置いたことには2通りの解釈が可能だろう。1つは、ここで見通しを上方修正すれば、市場で緩和打ち止め観測が広がり、脆弱な景気・物価回復を脅かす恐れがあること。もう1つは、見通しに反映するには不確定な要素が多すぎる事。その真意は想像する以外にないが、どちらかと言うと、後者の意味合いが強かったように思える。

スタッフ見通しでの原油価格の想定数字は、足許の水準訂正が概ねパラレルシフトする形で、2017・18年がともに上方修正されている（前年比では若干の下方修正）。それにもかかわらず、両年の物価見通しが据え置かれたことから、E C Bが原油高の波及効果やエネルギー以外のインフレ圧力をかなり慎重めに見ていることが窺える。4月21日の理事会の議事録や今回の記者会見でも賃金上昇圧力の弱さについて触れ、今回のスタッフ見通しでもエネルギーと食品を除く米国型コア物価が下方修正されている。

確かに足許の消費者物価のエネルギー価格は、原油価格の底入れに比べて戻りが鈍い。コア物価もイースター休暇時期のズレで4月に下振れした後、5月も回復の勢いが低調なままだ（3月：前年比+1.03%→4月：同+0.74%→5月速報：同+0.82%）。期待インフレ率の低下によりやく歯止めが掛かってきたものの、なお1.4%台後半での緩慢な推移を続けており、E C Bが掲げる中期的な物価安定（2%をやや下回る）には程遠い（図表2）。このまま原油価格が先物相場通りに底入れを続ければ、原油価格は8月に前年比で明確なプラス圏に復帰し、11月から来年前半にかけて、前年比2桁台の上昇が続くことになる。多少のラグを伴うにせよ、あと半年もすれば消費者物価は前年比で1%前後の水準に戻ってくる筈だ。無論、1%前後の物価上昇率は中期的な物価安定の基準からすると心許ない。ただ、その際に期待インフレ率が今よりも2%に近い水準に復帰していれば、E C Bが敢えて追加緩和に踏み切る必要性は薄れる。

（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

こうしたシナリオが崩れるとすれば、①追加緩和の効果が期待外れに終わり、景気や物価の下振れリスクが高まること、②原油底入れの波及効果がなかなか顕在化せず、物価低迷のさらなる長期化や期待インフレ率の下方屈折が再び始まること、③23日の英国民投票で離脱票が残留票を上回り、金融市場や欧州経済に激しく動揺が広がること（英国とEUは相互依存の関係にあり、ECBとしては英国がEUに残留すべきとの立場を明確に示している）、などが考えられよう。市場参加者の間には9月にもECBが追加緩和に迫られるとの見方も多い。ただ、英国民投票が残留の結果に終われば、米国の利上げ観測が高まり、ユーロ高圧力が抑制されるため、ECBが追加緩和を急いで判断する必要性は薄れる。次回の理事会が行われる9月8日時点では、6月の追加緩和の効果を見極めるのにまだ十分な材料が入手できないと考えられるうえ、原油底入れの波及効果が明確に出てくるにはややタイミングが早過ぎる。

一方で、現在の資産購入プログラムとTLTRO第2弾は何れも来年3月に終了を予定している。このまま予定通りに緩和策が終了に向かえば、ECBが警戒する“意図せぬ引き締め効果”が生じ、脆弱な景気・物価回復を脅かす恐れも出てくる。仮に3月以降も量的緩和の延長が必要と判断するのであれば、追加緩和の効果と原油底入れの影響を見極める材料がある程度整うと同時に、緩和延長の地均しをする時間的な余裕が必要なことから、12月頃の緩和決定が有力となつてこよう。その際には、欧州でも賛否両論のあるマイナス金利のさらなる拡大よりも、量的緩和の期間延長とそれに付随して必要となる買い入れ基準の緩和が選択肢となる。ドラギ総裁も今回の記者会見で、資産購入プログラムは買い入れ予定額の達成に必要な調整を行なう柔軟性を有しているとの立場を改めて繰り返した。買い入れ規模の拡大など、さらに踏み込んだ対応を行うには、より差し迫った形のデフレ入りのリスクが必要と考える。

なお、先のギリシャ支援協議の進展を受け、ギリシャの適格担保基準の特例（担保基準を満たさないが、EUの支援プログラム下にいることで担保として受け入れる）復活に期待する声も一部にあった。ECBは支援協議の進展を評価したうえで、今回の理事会では報告を受けただけで、決定を見送ったと説明している。ドラギ総裁によれば、ギリシャが融資再開に必要な全ての事前行動を終え、融資の実行主体であるESM理事会による決定を待って判断する方針。その際には改めて理事会で決議を採る必要があるとし、TLTRO第2弾の初回資金供給（22日）には間に合わない。

以上