

EU Trends

ECB理事会レビュー：機は熟さず

発表日：2016年7月22日(金)

～9月緩和、決め打ちは危険～

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

- ◇ 英国のEU離脱リスクの評価や追加緩和が必要かどうかを判断する十分な材料が揃っていないとして、BOEに次いでECBも追加緩和を見送った。9月緩和を示唆する踏み込んだ発言はなかったが、追加緩和の準備と意思と余地があると強調、量的緩和のルール変更への柔軟姿勢も示唆し、市場の緩和期待をつなぎとめた。
- ◇ 英国民投票後に期待インフレ率が一段と下方屈折しており、デフレリスクに対処するため、ECBは追加緩和が必要な状況。ただ、9月の時点で景気や物価の下振れを確認する十分な材料が出揃うかは微妙なところ。緩和オプションとして有力視されるのは、来年3月に終了期限を迎える資産買い入れとTLTRO第2弾の期間延長。とすれば、9月でなく12月まで緩和決定を待つ可能性も相応にある。

英国民投票後で初となる21日のECB理事会は追加緩和の決定が見送られた。震源地の英国ですらBOEが追加緩和の判断をしあぐねているなか、今回の理事会で緩和を予想する見方は殆どなかった訳だが、①英国のEU離脱リスクのユーロ圏への影響をECBがどのように評価しているのか、②スタッフ見通しの発表月である次回9月8日の理事会での追加緩和を匂わす発言があるか、③追加緩和のオプションや量的緩和のルール変更での優先順位を示唆する発言があるか、などに注目が集まった。

理事会後に発表された声明文の景気判断は、「(前回)引き続き下振れリスクがあるものの、一連の金融緩和策によってリスクバランスは改善」→「(今回)英国民投票、地政学的な不確実性、新興国市場の減速などが回復の逆風となる恐れがある」とし、6月2日の前回理事会時よりも下振れリスクを強調する内容に変更された。ECBは従前に英国のEU離脱がユーロ圏の経済成長率を3年間で0.2～0.5%押し下げるとの試算を発表していたが、ドラギ総裁はこうした試算が、離脱協議がどの位長期化するかや、協議の結果によって異なるとし、数字の解釈に注意が必要と指摘した。

ドラギ総裁は英国民投票後の銀行株の大幅下落が金融緩和の波及経路を遮断する恐れがないかに懸念を表明したものの、投票後の金融市場の反応が落ち着いたものにとどまり、過去数年の金融規制強化による銀行部門の体質改善や、各国中銀による流動性供給での事前準備もあり、金融市場や銀行部門に機能不全が確認されないとの認識を示した。英国のEU離脱リスクによる影響の大きさや追加緩和が必要になるかを判断する十分な情報が現時点では揃っていないため、新たなスタッフ見通しを含め、向こう数ヶ月の間に明らかとなる情報を待って判断する方針であることを示唆した。また、今回の理事会では具体的な追加緩和メニューについて議論していないことを表明。ただ、物価安定の目標に必要なならば、利用可能なあらゆる政策手段を駆使する方針を示唆し、「緩和の準備と意思と余地がある(readiness,

willingness, ability to do so) 」ことを強調した。量的緩和策のルール変更の可能性についても具体的な方法に触れることはなかったが、ECBが過去数ヶ月、買い入れプログラムの柔軟な運営を行ってきた実績を強調することで、今後も必要に応じてルール変更の余地があることを示唆した。

今回の理事会では9月の追加緩和や量的緩和のルール変更について踏み込んだ発言はなかったが、緩和強化の余地を強調することで、市場の緩和期待をつなぎとめた。資産買い入れプログラムの終了期限を来年3月に控え、英国国民投票が離脱の結果に終わる以前から、何れECBが追加緩和に踏み切るとの見方が支配的となっていた。市場参加者の多くは引き続き9月の追加緩和決定を予想しているが、今回のドラギ総裁の発言からはそこまでの切迫感が伝わって来なかった。筆者も追加緩和が必要との見方を共有するものの、より多くの情報を検証する観点から、12月まで緩和が見送られる可能性も相応にあると考えている。

既にBOEの複数の政策メンバーから次回8月4日のMPCでの追加緩和決定に消極的な発言が聞かれ始めており、英国国民投票の影響把握にはまだしばらく時間が掛かりそうだ。ユーロ圏固有のより差し迫ったリスクがない限り、ECBが震源地の英国よりも先手を打つ必然性は乏しくなる。

無論、英国国民投票後に5年先5年物スワップ金利から計算した中期的な期待インフレ率が一段と下方屈折しており、ユーロ圏にはデフレ懸念という無視できない固有のリスクが存在する。それこそが筆者が追加緩和が必要と考える最大の要因だ。ただ、ECBは目先の物価がしばらく低迷した後、原油価格の底入れに伴い、年末に向けて消費者物価のエネルギー価格が大幅に反転すると予想している。9月8日の理事会までにこうしたシナリオが崩れる蓋然性を高める新たな材料が得られる可能性は低い。むしろ12月の理事会が近づく頃になれば、物価の戻りが想定よりも遅いことがより明らかとなってこよう。

期待インフレ率の下方屈折そのものが大きな懸念材料だが、この点についてドラギ総裁は記者会見で、市場ベースの期待インフレ率とサーベイ調査の期待インフレ率の乖離が広がっていることを指摘している。英国国民投票後に市場ベースの期待インフレ率が下方屈折したのは技術的な要因が影響した可能性がある」と説明する一方で、その後の市場センチメント改善後も期待インフレ率が余り回復していない点については、ECBとしても理由を測りかねているようだ。市場ベースの期待インフレ率の悪化だけを理由に、追加緩和の決定に動くのであれば、今回の理事会で追加緩和を決定していたとしても不思議でない。

追加緩和のオプションとしては、①現在▲0.4%の預金ファシリティ金利のさらなる深掘り、②現在ゼロ%の主要リファイナンス金利のマイナス圏への引き下げ、③現在月額800億ユーロの資産買い入れの規模増額、④資産買い入れの対象資産の拡大、⑤来年3月に終了期限を迎える資産買い入れとTLTRO第2弾の期間延長などが考えられよう。英国国民投票後の一段の金利低下と銀行不安を考えれば、さらなるマイナス金利の深掘りには慎重にならざるを得ない。ECBは6月に資産買い入れの規模を拡大し、社債を買い入れ対象に追加したばかりだ。さらなる規模と対象の拡充には、かなり差し迫ったリスクが必要となる。となれば、ハードルが最も低い緩和オプションは、資産買い入れとTLTROの延長だろう。6ヶ月前の延長発表は順当なタイミングであるが、その決定を12月に先送りしても遅すぎる訳ではない。9月緩和ありきと決め打ちするのも危険だ。

以上