

ECBも日銀に続いて検証中

発表日：2016年9月9日（金）

～「検証」という名の時間稼ぎ～

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は8日の理事会で追加緩和を見送ったが、資産買い入れの円滑な実施のための検証作業を事務方に指示した。検証の期限は定められていないが、来年3月末に量的緩和の終了が近づくなか、年内には何らかの検証結果が明らかになろう。4月以降の買い入れ継続に向けた布石とみる。
- ◇ 英国民投票後もユーロ圏の景気指標は底堅く、今回の緩和見送りにそれほど驚きはない。期待インフレ率が史上最低圏にあってもECBが動かなかったこと、買い入れ対象不足が追加緩和の障害となりつつあること、政治的なハードルが高いことを考えると、近い将来に買い入れ増額が決定される可能性は低い。12月の理事会で買い入れ条件見直しと量的緩和の6ヶ月延長が決定されると予想する。

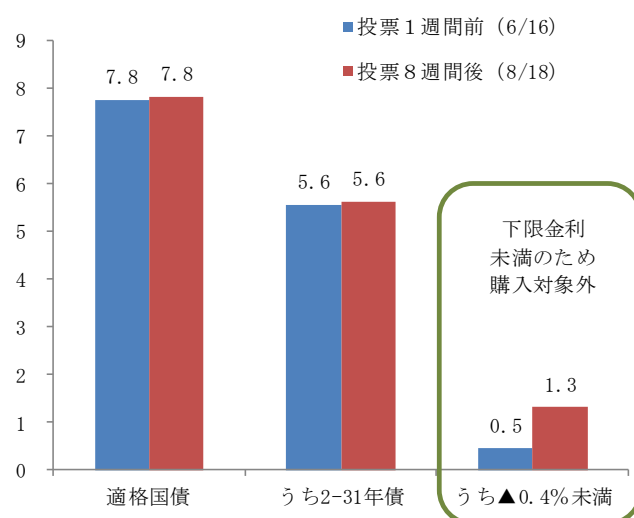
英国民投票後に高まったECBの追加緩和期待は、その後のユーロ圏の景気指標に離脱投票の余波がほとんど確認されていないものの、期待インフレ率や物価指標が下振れしていること、量的緩和の終了期限を来年3月末に控えていることもあり、大きく損なわれることはなかった。前回7月21日のECB理事会では、震源地の英国ですらBOEが緩和の是非を決めかねている段階で（その後8月にBOEは緩和を決定した）、ECBも将来の追加緩和の余地を強調することで、市場の緩和期待をつなぎとめた。そうしたなかで迎えた9月8日のECB理事会では、今回が四半期毎のスタッフ見通しの発表月であることや、緩和終了予定の6ヶ月前ということもあり、市場参加者の間では追加緩和を期待する声も相応にあった。結果は政策金利、資産買い入れプログラム、長期資金供給策の何れも追加緩和の決定は見送られた。

追加緩和の決定を見送った一方で、理事会は今回、買い入れプログラムの円滑な実施を確かなものとする選択肢を検証するよう関連委員会に指示したことを明らかにした。検証期限は公表されていないが、次回10月20日や次のスタッフ見通しの変更月である12月8日の理事会で何らかの検証結果が明らかになろう。総裁は検証が必要となった理由を、「最近の一段の金利低下で資産買い入れの対象ユニバースが減少したため（＝買い入れの下限＜現在▲0.4%の預金ファシリティ金利＞を下回る利回りの国債が増加した）」と説明している（図表1）。買い入れの下限金利を撤廃する以外にも、集団行動条項のない債券について1銘柄・1発行体当たりの買い入れ上限を33%から引き上げる、各国の国債購入割合をECBの資本金構成比から変更する、などの条件見直しが検討されることになろう。検証の具体的な中身について総裁から踏み込んだ発言はなかったが、「資本金構成比の変更が政治的に困難か」との記者の質問に対して、「検証を行なう委員会は、新たな金利環境下で買い入れプログラムを再設計するのに有用なあらゆる手段を検証する」と答え、その可能性を排除しなかった。この手の検証作業はECB内部で常に行っている筈だが、敢えて検証を指示したのは、今回の緩和見送りに対する市場の失望を緩和する狙いがあったのだろう。

新たなスタッフ見通しでは成長率や物価が僅かに下方修正されたが（図表2）、理事会後の記者会見でドラギ総裁は、「（下方）修正はそれほど大きなものではなく、今回の決断を支持するものではなかった」、「足許の物価は概ね我々の想定した通りに推移しており、2%をやや下回る（中期的な物価安定）水準に達するには当初の想定よりもやや時間が掛かりそうだが、それほど大きく遅れる訳ではない」と説明した。英国民投票後にスワップ金利から計算した中期的な期待インフレ率が史上最低圏に低下しているが（図表3）、総裁は「市場ベースの期待インフレ率低下が、計算に用いる債券価格の歪みによるものか、実際の期待インフレを反映したものかの判断は難しい。こうした計数は非常に不安定だが、物価の二次的効果の兆候を確認すれば、我々には行動の準備がある」と述べた。総裁はまた、プラート理事による最近の講演での発言を持ち出し、「（エネルギー価格による）前年同月の反動もあり、向こう数ヶ月の間にユーロ圏の消費者物価は上昇率が加速することが予想される。だが、物価の基調は確固たる上昇圧力を欠いており、今後も懸念材料になる」ことを紹介した。

総裁は「買い入れプログラムは、来年3月末までか、それ以降も必要であれば、物価の経路が持続的に目標に合致する方向に修正されることが確認されるまで、継続する方針である」ことを強調した。また、「ECBが予想する物価の経路は、極めて緩和的な金融環境を前提にしたもので、その多くはECBの拡張的な金融政策を反映したものである」と言及した。市場参加者の大多数は4月以降も買い入れが継続されると予想している。このまま3月末で資産買い入れを終了すれば、金利上昇で金融環境が引き締められかねない状況にある。筆者は12月8日の理事会で、買い入れの技術的な条件を見直したうえで、月額800億ユーロの資産買い入れプログラムを6ヶ月間延長すると予想する。金利低下を理由にした今回の検証指示も期間延長時に予想される買い入れ対象不足や現行ルールとの抵触を見据えての布石と考えるのが自然だ。国債の対象不足に対処する1つの方法として、購入資産をより低格付けの社債や別の資産に広げる可能性もある。ただ、①期待インフレ率が史上最低圏にあっても、今回ECBが動かなかったこと、②検証が必要になったことから明らかな通り、買い入れ対象不足が追加緩和の障害となりつつあること、③政治的なハードルが高く、理事会内の意見対立が続いていることから、近い将来に買い入れが増額される可能性は低いと判断している。

（図表1）英国民投票前後のECB量的緩和対象国債
（兆ユーロ）



出所：Bloombergデータに基づき第一生命経済研究所が作成

(図表2) 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 (2016年9月)		前回 (2016年6月)		
2016年	+1.7%	(+1.5~+1.9%)	+1.6%	(+1.3~+1.9%)	
2017年	+1.6%	(+0.7~+2.5%)	+1.7%	(+0.7~+2.7%)	
2018年	+1.6%	(+0.4~+2.8%)	+1.7%	(+0.5~+2.9%)	

【消費者物価】					
	今回 (2016年9月)		前回 (2016年6月)		
2016年	+0.2%	(+0.1~+0.3%)	+0.2%	(+0.1~+0.3%)	
2017年	+1.2%	(+0.6~+1.8%)	+1.3%	(+0.6~+2.0%)	
2018年	+1.6%	(+0.8~+2.4%)	+1.6%	(+0.7~+2.5%)	

【世界の実質GDP成長率（ユーロ圏を除く）】					
	今回 (2016年9月)		前回 (2016年6月)		
2016年	+3.0%		+3.1%		
2017年	+3.5%		+3.7%		
2018年	+3.7%		+3.8%		

【ブレント原油（\$/b）の前提】					
	今回 (2016年9月)		前回 (2016年6月)		
2016年	42.8		43.4		
2017年	47.4		49.1		
2018年	50.6		51.3		

【USD/EUR為替の前提】					
	今回 (2016年9月)		前回 (2016年6月)		
2016年	1.11		1.13		
2017年	1.11		1.14		
2018年	1.11		1.14		

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

(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