

ECB理事会レビュー：決断の時は12月

発表日：2016年10月21日(金)

～テーパリング観測の火消しに追われる～

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20日の理事会で、①資産買入れの延長と技術的な条件見直しを次回12月の会合で決定すること、②来年3月以降の買入れ継続が既定路線であること、③テーパリングの検討を否定したが、将来の緩和手仕舞い時にテーパリングを行うことを示唆した。
- ◇ ドラギ総裁はテーパリング観測報道が公式な情報源からのものではないと否定したが、買入れ延長と技術的な条件見直しを極力最小限のものにしたいタカ派議員の間から、期間延長と減額をセットにする提案が行なわれた可能性がある。ただ、12月に予想される決定にテーパリングを組み込むことは、市場の反応次第で緩和効果を阻害しかねないため、見送られると判断している。

大方の予想通り、20日のECB理事会では政策変更が見送られ、来年3月に一旦の終了期限を迎える資産買入れ策の延長と技術的な変更については、次回12月会合で判断する可能性が示唆された。声明文の文言は前回9月会合とほとんど変わらず、ドラギ総裁自身も記者会見の場で「景気見通しは前回会合からほとんど変わっていない」と発言。記者会見での受け答えも「議論していない」などの短い返答が目立ち、それほど多くの情報は得られなかった。今回の理事会での主なメッセージは以下の3点。

第1に、資産買入れの延長と技術的な変更の決断は12月8日の次回会合になること。声明文には「12月の理事会での判断は、2019年まで予測期間を延長したECBスタッフによる新たなマクロ見通しと、(前回9月会合で指示した)買入れプログラムの円滑な実施を確かなものにするための関連委員会の検証作業の結果を加味することが可能になる」との文言が付け加えられた。ドラギ総裁は記者会見での質疑応答のなかでも、「12月会合で何が検討課題となるかはまだ議論していない。だが、一般論として、12月の決定が今後数ヶ月にECBが何をするかを明かし、それにより向こう数週間や数ヶ月の金融政策環境を決めることになろう」と発言。また、「(買入れ継続に必要な技術的な変更の決断を)12月まで待つのは、議論に有益な全ての情報を見たいため」と回答。こうした発言は12月の決断を強く示唆するものだ。

第2に、買入れ延長が既定路線であること。委員会での検証作業についてドラギ総裁は、「技術的な検証作業は今も続いているが、セミナーを開催し、委員会から提案が示された。理事会は幾つかの国で買入れ可能な国債不足に直面した場合の選択肢を議論した」と説明。その後の質疑応答の中でも「買入れ対象不足の問題は現在直面している訳ではない」とあくまで将来的な課題であることを強調。こうした一連の発言は、来年3月以降も買入れを継続した場合に直面するであろう買入れ対象不足を前提にしており、12月会合での決断を示唆する前述の発言と併せて考えれば、買入れ延長が既定路線であることが示唆される。

また、ドラギ総裁は市場の緩和継続期待に対する質問に答え、「物価が中期的な安定目標に向かって収斂していくとのECBのベースライン・シナリオは、緩和的な金融環境を前提にしており、こうした前提はECBの大胆な金融緩和策が継続するとの市場参加者の予想に基づいている」と発言。裏を返せば、緩和継続がなかりせば、物価に下振れリスクがあることを認めたことになる。このことも緩和継続が既定路線であることを意味する。では、なぜ12月会合まで決定を待つ必要があるのだろうか。技術条件をどの程度見直す必要があるかは、量的緩和の期間・規模・対象を変更するかによって異なる。そのため、両者はセットで判断するのが合理的だ。この点については理事会内での意見集約が進んでいないのだろう。

第3に、テーパリングの検討を否定したが、将来の緩和手仕舞い時のテーパリング実施を示唆したこと。政策担当者間でテーパリングが必要になるとの非公式のコンセンサスが形成されたとの5日付けのBloomberg記事についての質問が相次いだ。だが、「正式な権限のない、恐らく十分な知識のない情報源」から出たものと一刀両断。理事会で「テーパリングについて議論しなかった」ことを再三繰り返した。ただ、同時に「国債買い入れを突然停止することは誰の頭にもない」と発言し、将来的に緩和を手仕舞いするに当たっては、テーパリングを行なうことを示唆した。こうした発言からは、仮に減額されることがあったとしても、来年3月以降も買い入れが継続されることを意味する。

ドラギ総裁はテーパリング観測報道が公式な情報源からのものではないと否定したが、買い入れ延長と技術的な条件見直しを極力最小限のものにしたいタカ派議員の間から、期間延長と減額をセットにする提案が行なわれた可能性がある。筆者はみている。ただ、12月に予想される決定にテーパリングを組み込むことは、市場の反応次第で緩和効果を阻害しかねないため、見送られると判断している。テーパリング観測報道後のドイツの国債利回りの上昇は、意図したものかどうかは定かでないが、結果的に買い入れ対象不足を幾分緩和することにつながっている。実際のテーパリングを開始するのは、物価安定が脅かされる危険性が後退してからでも遅くはない。

以上