

ECB理事会レビュー：息の長い緩和に向けて

発表日：2016年12月9日(金)

～伝えたいのは「終わりの始まり」ではないこと～

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は資産買い入れの規模を月額800→600億ユーロに減額したうえで、9ヶ月延長することを決定。短期的なデフレリスクの後退と中期的な物価安定が脅かされていることに対応。買い入れ対象不足の問題に対処しつつ、より長い期間緩和を継続できる形に変更した。ドラギ総裁は減額がテーパリングでないことを繰り返し強調。発表直後に増価したユーロは大きく切り返し、市場参加者もそうしたECBの説明を無難に消化した模様。9ヶ月延長で来年中のテーパリング開始がなくなったが、来年後半に2018年以降の再延長か、テーパリングを開始するかを本格検討する必要がある。
- ◇ 預金ファシリティ金利以下の債券も買い入れ対象とするように改めたことで、短期ゾーンの買い入れが厚くなり、イールドカーブがスティープ化。日銀と形は異なるが、イールドカーブ・コントロールに着手した。このことは利ザヤ圧迫や運用難に苦しむ欧州銀をサポートするが、脆弱な景気にとって引き締めめとならないか、周辺国リスクの封じ込めを弱めかねないかが、やや懸念される。

ECBは8日の理事会で、来年3月に終了予定の月額800億ユーロの資産買い入れプログラムを、4月以降は月額600億ユーロに減額したうえで、少なくとも来年12月まで継続（9ヶ月延長）することを決定した。「その後もインフレ率の経路が目標に向かって持続的に収斂していくと予想されるまでは、必要に応じて緩和を継続する」とのフォワード・ガイダンスを維持。さらに、必要があれば再増額や再延長の可能性を示唆した。

また、買い入れ対象資産不足を緩和するため、来年1月から、①対象債券の満期を「2～31年」から「1～31年」に変更、②必要な場合には、現在▲0.4%の預金ファシリティ金利以下の利回りの資産も購入対象とすることを決定した。それ以外の技術条件の見直し案として一部で浮上していた、③集団行動条項（CAC）なし国債の1銘柄/1発行体当たりの買い入れ上限の引き上げ、④ECBの資本金構成比に応じた国債の買い入れ割合の見直しは採用されなかった。このところの国債利回りの上昇で、買い入れ対象不足への懸念が緩和されていたことで、大幅な見直しが必要なくなったのだろう。

月額の買い入れ規模を縮小したことは、量的緩和の「終わりの始まり」を意識させかねないが、代わりに期間の延長月数が予想比長かったことで、追加的な買い入れ総額でみると、「月額800億ユーロの現状の買い入れペースのまま6ヶ月延長」との事前の予想コンセンサスをやや上回る規模となる。

(今回決定の延長策) 月額600億ユーロ×9ヶ月=5,400億ユーロの追加買い入れ
 (事前コンセンサス) 月額800億ユーロ×6ヶ月=4,800億ユーロの追加買い入れ

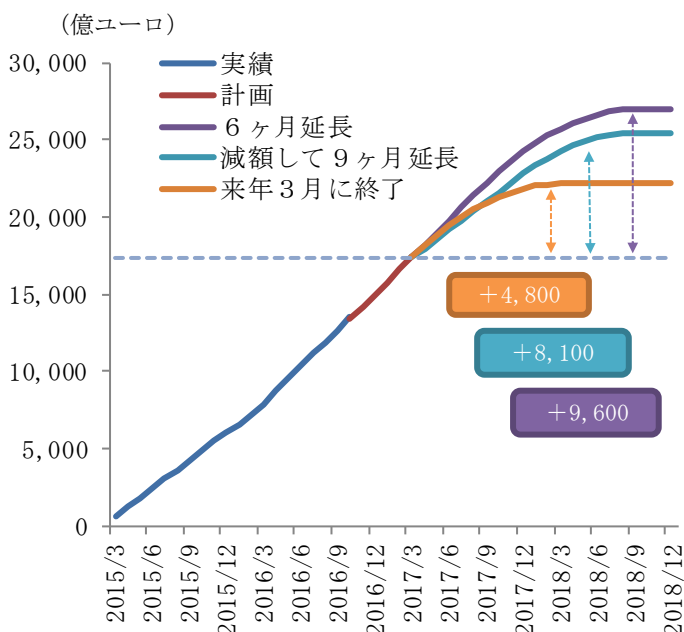
来年12月以降も必要に応じて買い入れを継続する「フォワード・ガイダンス」を維持しているが、2018年1月から米国型のテーパリング（月額買い入れ額の段階的な減額）を開始し、1会合につき100億ユーロずつの買い入れ減額を想定すると、新規の買い増し終了までの追加的な買い入れ総額は以下の通り。

(今回決定の延長策) 600億ユーロ×9ヶ月（1.5ヶ月に1会合）÷2=2,700億ユーロの追加買い入れ
 (事前コンセンサス) 800億ユーロ×12ヶ月（1.5ヶ月に1会合）÷2=4,800億ユーロの追加買い入れ

したがって、再延長なしに最短でテーパリングを終了するまでの追加的な買い入れ総額は、今回決定した緩和延長策の方がやや小さくなる（図表1）。何れのケースも2018年10月以降は追加の買い入れ額がゼロとなり、その後は保有資産の償還分を再投資して当面は残高を維持する。

(今回決定の延長策) 5,400億ユーロ+2,700億ユーロ=8,100億ユーロの追加買い入れ
 (事前コンセンサス) 4,800億ユーロ+4,800億ユーロ=9,600億ユーロの追加買い入れ

(図表1) 予想されるECBの資産買い入れ額



注：1) 買い入れ期間の終了後にテーパリングを開始
 2) 年8回の理事会毎に100億ユーロずつ減額
 出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

ちなみに、今回200億ユーロ減額したのに倣い、1会合につき200億ユーロずつの買い入れ減額を前提にすると、追加的な買い入れ総額は、やはり今回決定した緩和延長策の方が小さくなる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(今回決定の延長策) 600億ユーロ×4.5ヶ月 (1.5ヶ月に1会合) ÷ 2 = 1,350億ユーロの追加買い入れ
 (事前コンセンサス) 800億ユーロ×6ヶ月 (1.5ヶ月に1会合) ÷ 2 = 2,400億ユーロの追加買い入れ

(今回決定の延長策) 5,400億ユーロ+1,350億ユーロ=6,750億ユーロの追加買い入れ
 (事前コンセンサス) 4,800億ユーロ+2,400億ユーロ=7,200億ユーロの追加買い入れ

当面の買い入れ総額を念頭におけば、買い入れ総額は「減額+長めの延長」 > 「金額維持+短めの延長」となるが、発射台が低くなることでテーパリング終了までの月数が少なくなるため、テーパリング時の買い入れ額も含めた追加的な買い入れ総額は「減額+長めの延長」 < 「金額維持+短めの延長」となる。

今回の「減額+長めの延長」は、量的緩和継続を主張するハト派と緩和縮小を主張するタカ派との妥協の産物と受け止めることもできるが、筆者はそう思わない。現在のユーロ圏の物価を取り巻く環境は、ドラギ総裁も指摘する通り、短期的には「デフレリスクはほぼなくなった」が、中期的には「不確実性が多く」、「物価安定目標の達成が危ぶまれる」。今回の政策選択はこうした現状に即したものと評価できる。

英国投票後に史上最低圏の1.3%割れまで低下した中期的な期待インフレ率（5年先5年物スワップ金利から計算）は、米大統領選後の米金利上昇の裁定が働いたことや、OPEC減産合意後の原油一段高を反映し、足許で1.7%前後まで急回復している（図表2）。他方、コア物価の低迷が続いており、原油高による物価の押し上げ要因が剥落した後に、物価が中期的な安定水準に向かって十分に戻っていくかには不安が残る。

(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

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

今回発表されたECBのスタッフ見通しも、そうした懸念を裏付ける。新たに発表された2019年の物価見通しは+1.7%と「2%を下回るが2%に近い水準」との中期的な物価安定目標に届かない(図表3)。食料とエネルギーを除いた米国型コア物価の見通しは、2017年：+1.1%→2018年：+1.4%→2019年：+1.7%と順調な回復を予想しており、年間を通じて2019年見通しの水準を上回ったのは2007-08年に遡らなければならず、この見通しの達成すら危ぶまれる。

(図表3) 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(12月)		前回(9月)	
2017年	+1.7%	(+1.1~+2.3%)	+1.6%	(+0.7~+2.5%)
2018年	+1.6%	(+0.6~+2.6%)	+1.6%	(+0.4~+2.8%)
2019年	+1.6%	(+0.4~+2.8%)	—	—

【消費者物価】

	今回(12月)		前回(9月)	
2017年	+1.3%	(+0.8~+1.8%)	+1.2%	(+0.6~+1.8%)
2018年	+1.5%	(+0.7~+2.3%)	+1.6%	(+0.8~+2.4%)
2019年	+1.7%	(+0.9~+2.5%)	—	—

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

ドラギ総裁は今回の減額が今後も段階的に買い入れ規模を縮小していく「テーパリング」ではないことを繰り返し強調した。むしろ、より長期に亘って買い入れを継続することで、債券市場の価格形成に働きかけていく方針を示唆している。声明文に必要なに応じて買い入れ規模を再拡大する可能性が盛り込まれたことや、物価安定目標に届かない2019年のインフレ率見通しからも、同様のメッセージが読み取れる。当初ユーロ高で反応した為替市場がその後大きくユーロ安に切り替えたことは、市場がこうしたECBの政策意図を素直に受け取ったことを示唆する。

「6ヶ月延長」でなく「9ヶ月延長」が選択されたことにより、少なくとも来年中はテーパリングを開始する必要がなくなった。「6ヶ月延長」だった場合に再延長をすると、そのタイミングはドイツの連邦議会選挙の直前となり、政治的な圧力に晒される恐れがあった。ドイツ国民の間にはECBの低金利政策や量的緩和策が老後資金を脅かしているといった批判が多い。ECBがこうした政治的な圧力で政策選択肢を変更する訳ではないが、無用な政治衝突が避けられるのはポジティブだ。また、ECBの量的緩和策は金利の上昇抑制を通じて、欧州内で燻る潜在的な財政リスクや銀行問題への懸念を和らげている。緩和期間の長期化はこうしたバックストップが早期に終了しない利点もある。

ただ、今回の技術条件見直し後も、今後買い入れ規模が総額2.5兆ユーロ規模にまで膨らんでいく過程で、再び買い入れ対象不足の問題に直面する可能性がある。2017年後半に入ると、2018年以降も買い入れを継続するか、テーパリングに着手するかを巡って、市場との難しい対話が待ち構えていそうだ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

従来の資産買い入れプログラムは、現在▲0.4%にある預金ファシリティ金利以下の資産を対象外とし、国別の買い入れ額が資本金構成比で決まっていたため、金利低下が進むに連れ、短い償還年限から順に買い入れ対象外となる国債が中期ゾーンに広がっていき、イールドカーブがフラットニングする構図がみられた。今回▲0.4%以下の国債も買い入れ対象に変更したことで、短期ゾーンの買い入れが厚くなるため、イールドカーブがスティープ化した。日銀と形は異なるが、ECBもイールドカーブ・コントロールに着手したと捉えることも出来よう。このことは日本同様に低金利による利ザヤ圧迫や運用難に直面する欧州の銀行や長期投資家をサポートする。他方、従来から短期ゾーンが▲0.4%以下にまで低下していなかった周辺国の国債市場でも、金利裁定が働くことで、イールドカーブがスティープ化している。景気の足取りが脆弱な国で金融環境が引き締まらないかや、潜在的な財政リスクを抱える周辺国への影響などにはやや注意を要する。

適格担保基準を満たす資産買い入れの対象国債はユーロ圏全体で7.9兆ユーロ（12月9日現在）。従来のスキームでは、このうち償還期間が2-31年のもの、さらに利回りが預金ファシリティ金利を上回るものに限定され、買い入れ可能な国債の総額は4.8兆ユーロまで縮小する（図表4）。今回、対象国債の償還期間を1-31年に拡大し、預金ファシリティ金利以下の国債も対象としたことで、買い入れ可能な国債の総額は6.5兆ユーロまで拡大する。英国民投票後の金利低下で1兆ユーロ近くの国債が預金ファシリティ金利以下に低下し、買い入れ対象外となったが、今回の条件見直しでそれを上回る買い入れ規模を確保できる。

（図表4）ECBの資産買い入れの対象国債

<条件見直し前>		(兆ユーロ)
適格担保基準を満たす国債		7.9
うち償還期間が2-31年		5.7
うち利回りが▲0.4%以上		4.8

<条件見直し後>		(兆ユーロ)
適格担保基準を満たす国債		7.9
うち償還期間が1-31年		6.5
うち利回りが▲0.4%以上		5.2

出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

1銘柄/1発行体当たりの買い入れ上限を引き上げなかったことで、ドイツなど一部の国債は買い入れ期間中に上限に抵触する恐れが高い。その時点でさらなる技術条件の見直しに着手するか、或いは資本金構成に応じた買い入れ配分の柔軟運営を認める可能性がある。

なお、やや技術的な内容となるが、従来から問題が指摘されていたレポ市場の機能不全に対処するため、今回、証券貸出プログラムの運営ルールを変更した。従来はECBからリバースレポで証券の貸出を受けた金融機関は、同額の証券をECBに返還することで、「キャッシュの中立性」を保つことが要求された。今回、500億ユーロを上限に現金を担保として利用可能に変更。現金担保に適用されるレポ金利は、「預金ファシリティ金利-30bps（=現在は▲0.7%）」に設定された。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。