

ECB理事会レビュー：総裁の夏休みの宿題

発表日：2017年7月21日(金)

～秋にテーパリング決定へ～

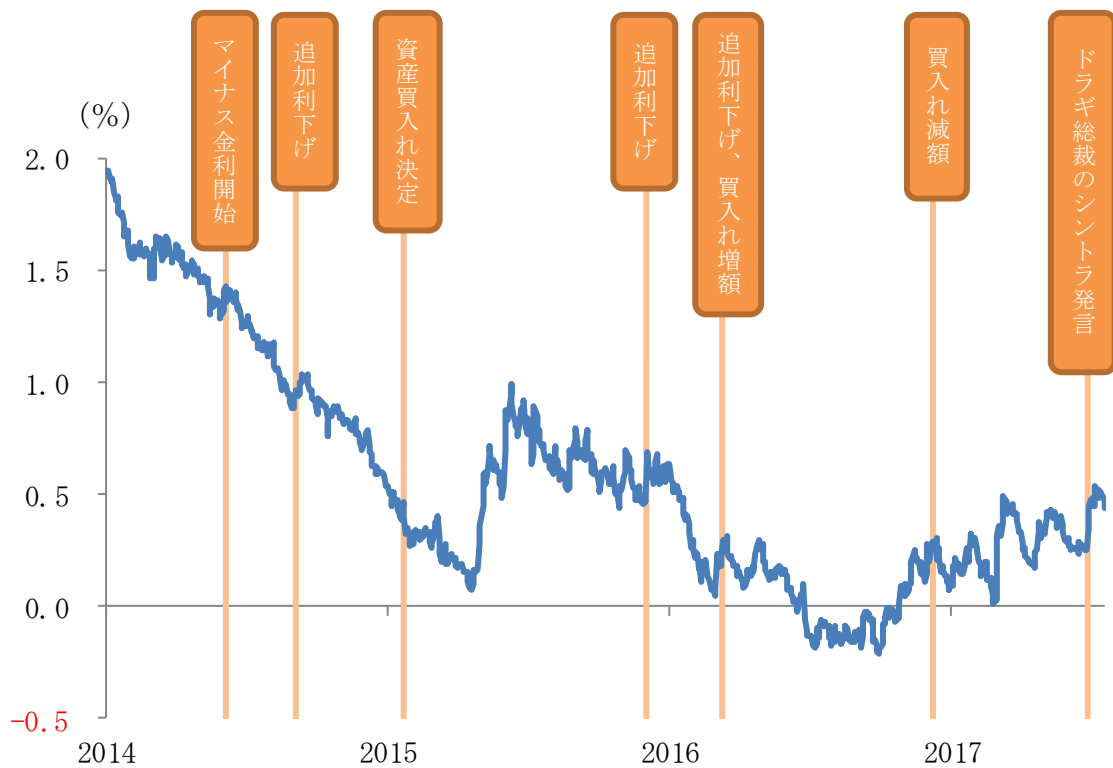
第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

◇ ECBは資産買い入れの段階的な縮小に向けた地ならしを始めている。6月の理事会で景気判断を中立に変更、シントラ会議でリフレに言及し、今回の理事会で「秋の検討」を約束した。ただ、ECBは慎重な緩和縮小姿勢を示唆しており、金融市場での早期利上げ観測や急ピッチなユーロ高進行は何れ修正を余儀なくされる可能性がある。

欧州中央銀行（ECB）による資産買い入れの段階的な縮小（テーパリング）の開始に向けた何らかの示唆があるかに注目が集まった20日の理事会では、「来年以降の買い入れについての検討を秋にする」ことが示唆されたが、具体的な検討は持ち越された。前回6月8日の理事会では景気判断を従来の「下振れ方向」から「下振れと上振れが均衡している（中立）」に変更し、その後に公表された同理事会の議事要旨で、「必要に応じて資産買い入れの規模や期間を拡充する」との資産買い入れに関するフォワード・ガイダンスの修正の是非が議論の俎上に上っていたことが明らかとなった。さらに、6月27日にポルトガルのシントラで行なわれた中銀フォーラムの開会スピーチで、ドラギ総裁は「今やデフレの脅威は消え、リフレの力が働きつつある」と発言。近年の物価低迷が一時的な要因によるものであるとの認識を示し、景気回復に呼応して金融政策を調整する可能性に言及した。いよいよECBがテーパリング開始の地ならしを始めたとの受け止めが広がり、シントラ発言後の欧州市場では通貨高・金利高のミニ・テーパー・タンダム（テーパリングに伴う金融市場の動揺）が生じていた（図表1）。

だが、20日の理事会では、資産買い入れに関するフォワード・ガイダンスの変更は全会一致で見送られ、過去の金融緩和時にECBが度々用いた次回理事会での政策変更の可能性を示唆する「事務方に政策オプションの検討を指示する」ことも検討されなかった。ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、来年以降の買い入れ方針を「秋に検討する」ことを示唆し、あらゆる情報を精査する必要があるため、いつ決定するか具体的な日程を事前に定めないことが理事会の総意であると明かした。年内のECB理事会は、9月7日、10月26日、12月14日の3回。9月は四半期毎のスタッフ見通しの発表月で、これまでテーパリングの開始決定が有力視されていたが、今回のドラギ総裁の慎重な言い回しからは、9月は大枠決定や検討にとどめ、10月に詳細を決定する可能性が高まったものと判断している。なお、米連邦準備制度理事会（FRB）がバランスシート縮小を決定する可能性がある連邦公開市場委員会（FOMC）が9月16日に、同月24日にドイツ連邦議会選挙を控えていることも、10月のテーパリング決定のサポート材料となろう。

(図表 1) ドイツ10年物国債利回りの推移

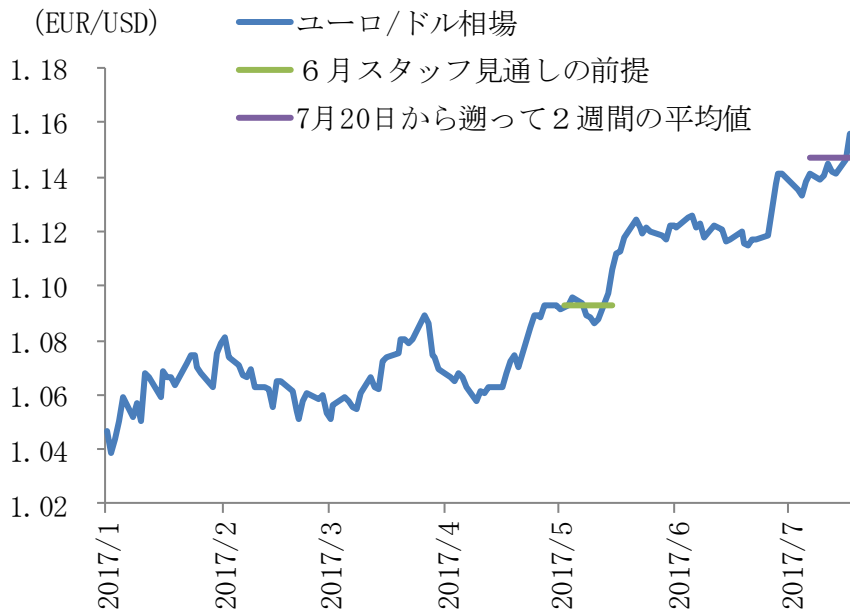


出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

6月のスタッフ見通しの前提数値のカットオフ日（5月23日）以降、一段の原油安とユーロ高が進行しており、9月のスタッフ見通しでは物価予想の下方修正が必要になるとの見方が支配的だ（図表2）。エネルギー価格の押し上げ寄与縮小から、ユーロ圏の消費者物価は今年2月の前年比+2.0%を直近ピークに6月に同+1.3%まで伸び率が鈍化している。同月のコア物価（エネルギー・食料・アルコール飲料・たばこを除く）は前月の同+0.9%から同+1.1%に加速したが、これは聖霊降臨祭（イースター後の8番目の日曜日）の学校休暇時期が例年の5月から6月にずれ込み、単価の大きいパッケージ旅行価格が上振れしたことが影響した。来月は反動減が予想されよう。ただ、スタッフ見通しの原油価格の前提は、カットオフ日から遡って2週間の原油先物価格が用いられ、足許の先物相場は2018年中が前回想定対比で下振れした一方、2019年以降は逆に上振れしている（図表3）。2017年の物価見通しは下方修正される可能性があるが、6月に+1.7%から+1.6%に下方修正された2019年の物価見通しには上方修正の余地があり、中期的な物価安定を政策目標にするECBにとって、テーパリング開始決定の補強材料となり得る。

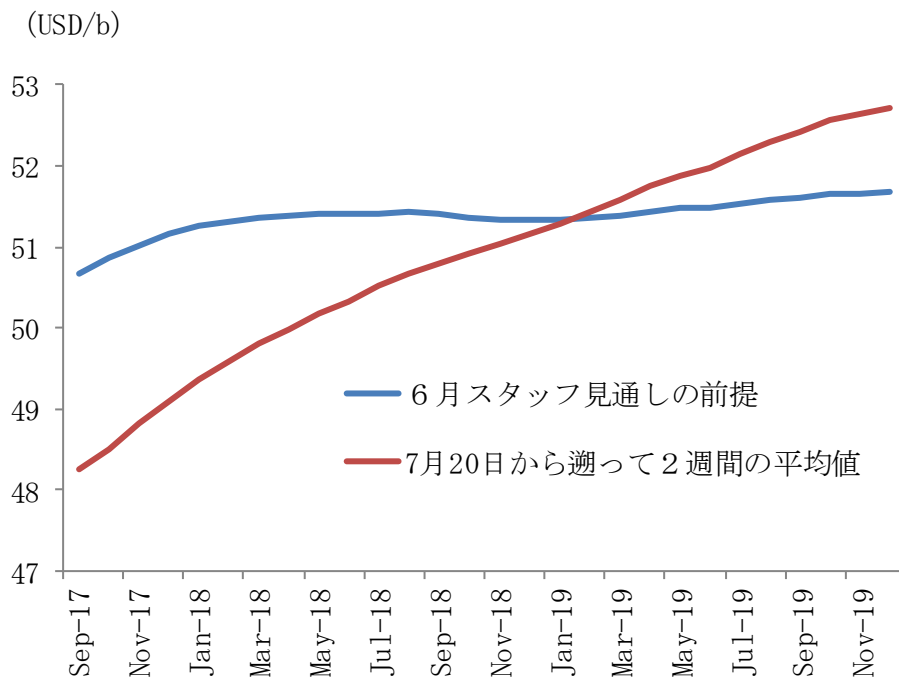
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表2) ECBスタッフ見通しの為替相場の想定



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

(図表3) ECBスタッフ見通しの原油価格の想定



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

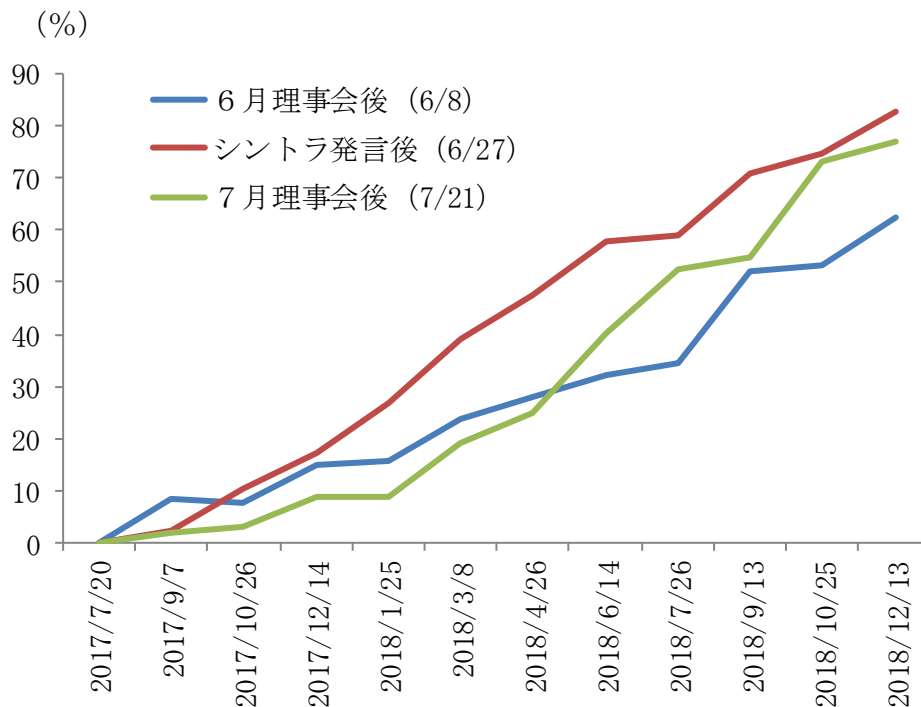
シントラ発言後の火消し発言や今回の理事会でのフォワード・ガイダンスの変更見送りからは、緩和縮小に向けた金融市場の前のめり姿勢をECBが警戒している様子が窺える。ドラギ総裁は景気の力強い回復に自信を深めており、シントラでのスピーチを踏襲し、物価や賃金の低迷が一時的な要因によるもので、

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。

このまま景気回復が続けば何れ物価上昇率も上向いてくるとの認識を示した。そのうえで、物価を取り巻く環境はまだ永続的や自律的なものではなく、中期的な物価安定を確保するには、今後も相当な金融緩和が必要なことを強調。不必要な金融環境の引き締めにより、景気から物価への波及経路が脅かされることに警戒姿勢を滲ませた。理事会後の為替市場の反応は、当初こそユーロ安で反応したものの、その後は切り返して一段のユーロ高が進行。ユーロ・ドル相場は2015年以降のレンジ上限の1.15台前半の幾つかのチャートポイントを上抜け、1.16台で推移している。今回の理事会でECBが発したメッセージは、金融市場の期待を下回るものだったが、米国の冴えない経済指標やトランプ政権を巡る政策不透明感も重なり、秋の検討示唆でテーパリングの方向性が確認されたことで、ユーロに買いが広がった。

テーパリングの具体的な手順は現時点で不明だが、今年4月に月額800億ユーロから600億ユーロに減額されたことを踏まえ、四半期に200億ユーロずつの減額を想定すると、最短6ヶ月で新規の買い入れを停止する計算となる。例えば、来年1月にテーパリングを開始し、現在の月額600億ユーロから、1-3月期に月額400億ユーロ、4-6月期に200億ユーロ、7月以降は新規の買い入れを停止するとしよう。ECBは資産買い入れを終了してからも相当な期間、政策金利を現状程度に維持する方針を示唆している。全てが順調に進んだとして、利上げ開始は最短で来年後半となる。ちなみに、翌日物金利スワップ(OIS)から計算したECBの利上げ確率は、シントラ発言後に上昇し、来年7月の理事会で50%を越え、同年12月の理事会で80%前後に達する(図表4)。ECBの慎重な緩和縮小姿勢に鑑みれば、金融市場での早期利上げ観測や急ピッチなユーロ高進行は何れ修正を余儀なくされる可能性がある。

(図表4) OISから計算したECBの利上げ確率



出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

今回の理事会に先駆けて、米ジャクソン・ホールで8月24-26日にカンザス連銀が主催するシンポジウムにドラギ総裁が出席することが注目を集めた。総裁の出席は3年振り、前回2014年には事前に準備され

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。

た原稿にないインフレ期待の低下に言及し、翌年の資産買い入れ開始に向けて金融市場の期待誘導を図る転換点となった。資産買い入れの幕引きの場に再びジャクソン・ホールを選んだ訳ではないだろうが、秋にテーパリング決定を控え、ドラギ総裁が何を語るのかは気になるところだ。金融政策を検討するECBの理事会は2016年に毎月1回から年8回に変更され、8月は開催されない。都内では20日が終業式だった学校も多く、子供達が待ちに待った夏休みがやってきた。同じ20日に理事会を終えたドラギ総裁もしばしの開放感に浸っているかもしれない。子供達が夏休みの宿題の追い込みに忙しい頃、果たしてドラギ総裁は超金融緩和からの出口という難題への答えを出しているのだろうか。

以上