

# EU Trends

## ECBの出口戦略考

発表日：2017年8月10日(木)

～急がば回れ～

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

◇ 最近のユーロ高進行により、ECBは9月の理事会でスタッフ見通しを下方修正する可能性が高い。9月理事会では事務方への検証支持や政策スタンスの再評価の示唆にとどめ、テーパリングの詳細決定は10月理事会に持ち越されるとみる。最短で来年前半にテーパリングを終了した後、来年末近くに初回利上げに踏み切る展開を予想する。

ECBは7月20日の理事会で来年以降の資産買い入れ方針を「秋に検討する」方針を示唆したが、秋が9月7日の次回理事会を指すのか、10月26日の理事会を指すのかは明言を避けた。過去の政策変更は四半期毎に発表されるスタッフ見通しの修正に合わせて決定されることが多かったが、段階的な買い入れ縮小（テーパリング）の決定は9月と10月のどちらになるのだろうか。この点を考えるに当たって、最近のユーロ高が景気や物価にどのような影響を及ぼすとECBが判断するかが鍵を握りそうだ。

前回スタッフ見通しを作成した6月以降、急ピッチなユーロ高が進行しており、次回9月のスタッフ見通しでは景気・物価の下押し要因になると考えられる。スタッフ見通しは、見通し発表の約3週間前をカットオフ日に設定し、その日から遡って2週間の為替レートの平均値が予測期間中は続く前提で作られている。次回見通しのカットオフ日は8月15日頃とみられるが、9日までの実績に基づいて為替レートの前提がどの程度変わるかを確認すると、前回見通し対比で約4.4%のユーロ高が進行している（図表1）。

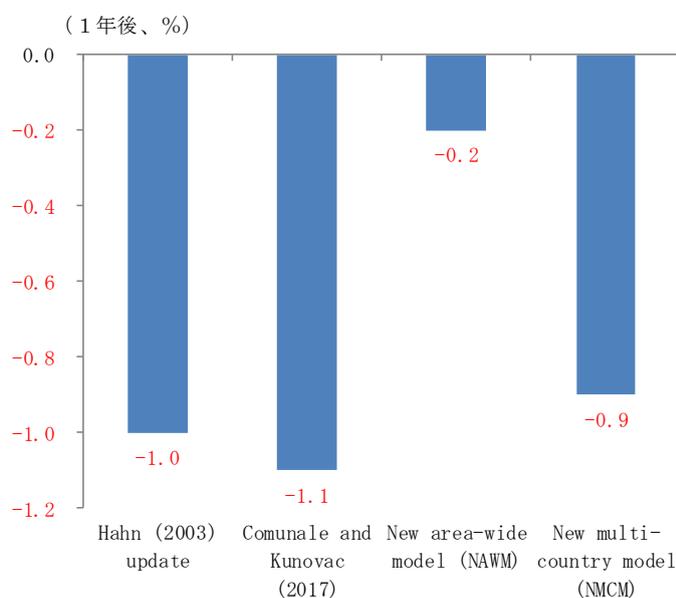
（図表1）ECBスタッフ見通しの為替相場の想定



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

ECBの計量モデルや過去の調査レポートによれば、実効レートが10%増価した場合、1年後の消費者物価を▲1.1～▲0.2%押し下げる計算となる（図表2）。試算結果にはかなりのバラつきがあり、企業の価格支配力や労働者の賃金交渉力が現在よりも高かった過去の実績に基づく影響は過大評価されているとみられる。ちなみに、毎回のスタッフ見通しでは、原油相場や為替レート的前提が崩れた場合に、景気・物価見通しがどの程度変わる可能性があるかを掲載している（図表3）。過去数回の代替シナリオはユーロ安進行だが、ユーロ高進行時の影響も符号条件が変わるだけで比例的に変化する（線形の関係にある）と仮定すると、4%強のユーロ高進行により、2018～19年の実質GDP成長率は約0.1～0.3%ポイント、消費者物価は約0.3～0.4%ポイント押し下げられる。

（図表2）ユーロの名目実効為替10%増価の消費者物価への影響



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) ECBによる原油と為替の感応度分析

【2017年6月見通し】

	2017年	2018年	2019年
原油	—	—	7.2
実質GDP	やや下押し		
消費者物価	—	0.1	0.2
実効為替	—	—	-1.8
実質GDP	—	0.1	0.2
消費者物価	—	0.1	0.2

【2017年3月見通し】

	2017年	2018年	2019年
原油	—	—	12.4
実質GDP	やや下押し		
消費者物価	0.1	0.2	0.2
実効為替	—	—	-4.0
実質GDP	各年0.1~0.3		
消費者物価	0.1	0.3~0.4	0.3~0.4

【2016年12月見通し】

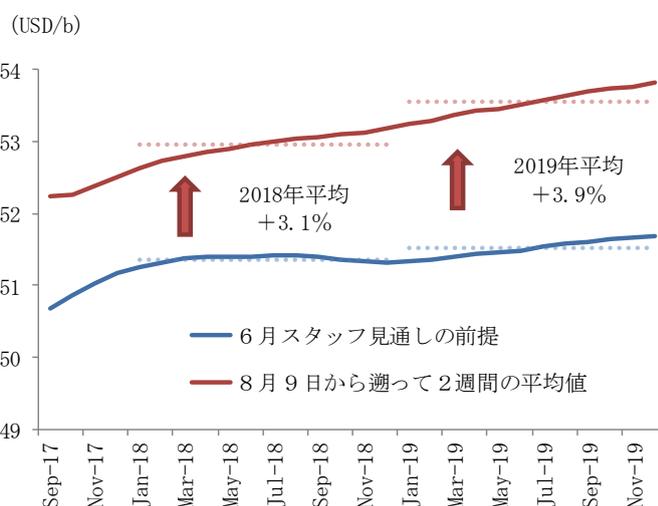
	2017年	2018年	2019年
原油	—	—	19.0
実質GDP	やや下押し		
消費者物価	0.1	0.2	0.3
実効為替	—	—	-5.2
実質GDP	各年0.2~0.3		
消費者物価	0.2	0.4~0.5	0.4~0.5

注：ベースライン対比の変化率

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

また、スタッフ見通しの原油相場の想定は、カットオフ日から遡って2週間の平均の先物価格の推移が用いられる。前回見通し作成時の前提から、9日までの実績で予測期間を通じて3~4%程度の原油高が想定されている(図表4)。スタッフ見通し掲載の感応度分析から類推して、2018~19年の実質GDP成長率をやや下押し、消費者物価を約0.1%ポイント程度押し上げる可能性がある。

(図表4) ECBスタッフ見通しの原油価格の想定

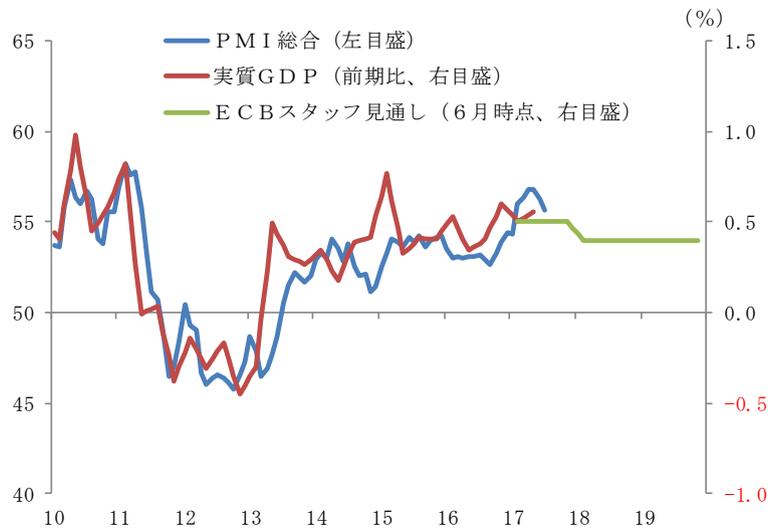


出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

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。

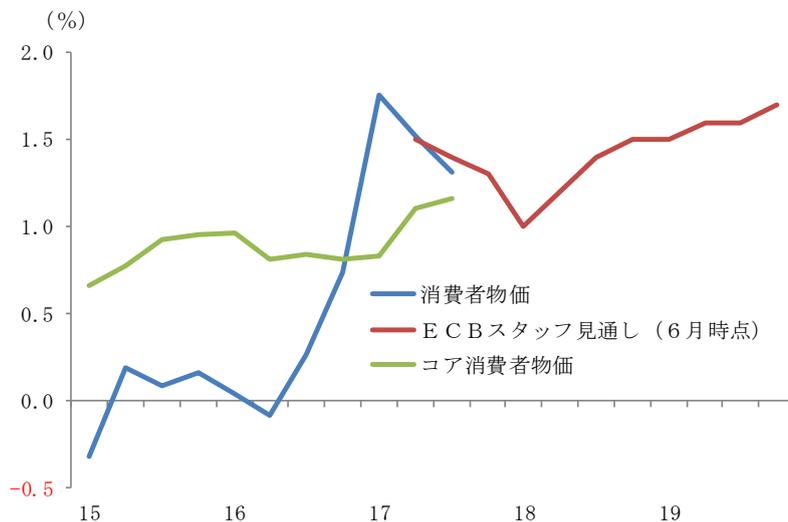
他方、前回見通し作成時と比較して、ECBは景気回復に自信を深めている。4-6月期の実質GDP成長率は前回見通し作成時の想定をやや上振れし、景況感指数などから判断して、7-9月期入り後も堅調な景気拡大が続いている（図表5）。また、7月の消費者物価の速報値はエネルギー価格の押し上げ幅が予想以上に縮小し、前回スタッフ見通しの想定をやや下振れしたが、逆にコア物価の回復軌道は想定を上回った可能性が高い（図表6）。見通し作成では前述の感応度分析の結果を機械的に当てはめる訳ではないが、こうしたコア物価と景気の実績値の上振れや原油価格の想定引き上げを考慮した場合も、ユーロ高進行による景気と物価の下押しを相殺するのは簡単ではない。見通しの下方修正が必要になる可能性が高い。

（図表5）ユーロ圏のPMIと実質GDPの推移



出所：IHS Markit、欧州統計局などより第一生命経済研究所が作成

（図表6）ユーロ圏の消費者物価の推移



注：2017年7-9月期は7月の速報値

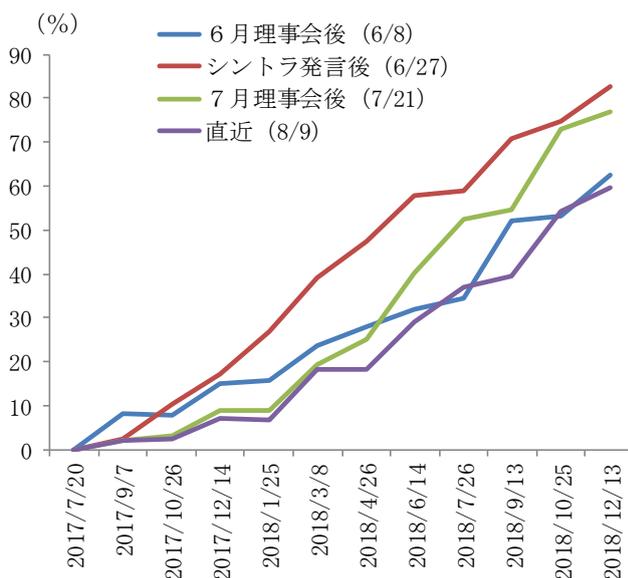
出所：欧州統計局、欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

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。

ドラギ総裁やプラート理事といった理事会の中心メンバーは、ECBによる景気・物価の先行き判断は金融緩和が今後も継続することを前提にしたものであるとし、慎重な緩和縮小に理解を求めてきた。茲許のユーロ高進行による金融環境の引き締まりに鑑みれば、ECBがテーパリング決定を急ぐ理由はない。9月理事会では事務方に来年以降の資産買い入れの具体策の検討を要請したり、次回理事会で政策スタンスを再評価する方針を示唆し、10月理事会で来年入り後のテーパリングの具体策を決定すると予想する。事務方への検討指示や政策スタンスの再評価は、2015年1月の資産買い入れプログラムの開始決定に先駆けた2014年11月の理事会、2015年12月の買い入れ期間延長と対象拡大決定に先駆けた同年10月の理事会、2016年3月の買い入れ増額と対象拡大決定に先駆けた同年1月の理事会において、近い将来の政策決定を示唆する方法として用いられてきた。

テーパリングの具体的な手順についての手掛かりは少ないが、2016年3月の買い入れ増額と同年12月の買い入れ減額が200億ユーロ刻みだったことに鑑み、現在600億ユーロの月額買い入れ額を来年1-3月期に400億ユーロに減額、4-6月期に200億ユーロに減額、7-9月期に新規の買い入れを停止すると予想する。先物金利に織り込まれた2018年7月のECB理事会での初回利上げの確率は、緩和縮小観測を高めた6月のドラギ総裁のシントラ発言直後に6割近くに達したが、最近では4割未満に低下している（図表7）。ちなみに、超金融緩和からの出口で先行する米FRBは、10ヶ月でテーパリングを終了し、そこから13ヶ月後に初回利上げに踏み切り、利上げから21ヶ月後の今年9月にバランスシートの縮小（満期償還を迎えた債券の再投資を停止）に着手することが有力視されている（図表8）。ECBの下限の政策金利である預金ファシリティ金利は現在▲0.4%にある。異例のマイナス金利政策の解除に要する時間は、FRBの前例に比べて短くなる可能性がある。ただ、ECB理事会の声明文には「資産買い入れの終了から相当な期間を経過するまで、政策金利は現在と同水準かそれ以下にとどまる」との文言がある。テーパリングを最速で来年前半に終了するとして、その直後に利上げをするのではフォワード・ガイダンスとの整合性が取れない。テーパリングが順調に進んだ場合も、初回利上げの時期は2018年末近くにずれ込むと予想する。

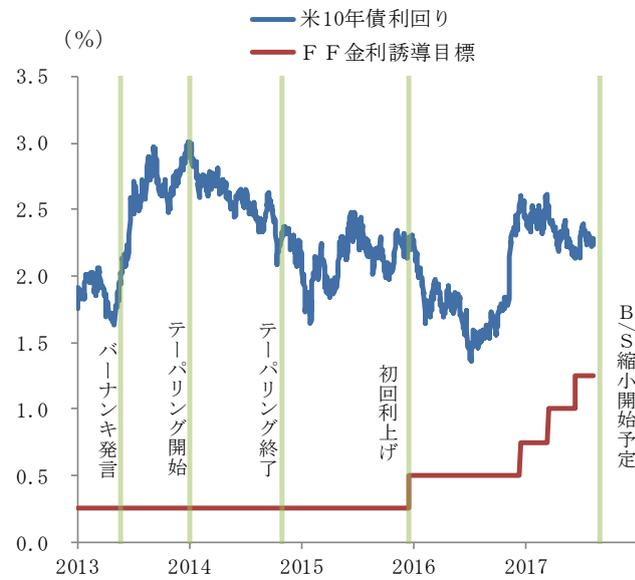
（図表7）OISから計算したECBの利上げ確率



出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

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。

(図表8) 米国の超金融緩和からの出口戦略



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

以上