

7月の理事会でECBは何を議論した？

発表日：2017年8月18日(金)

～安全第一～

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は大規模な資産買い入れの手仕舞いに当たり、金融市場の過剰反応を引き起こさないように細心の注意を払っている。7月理事会の議事要旨では、過度なユーロ高進行を警戒するとともに、今後の市場対話をいかに慎重に行なう必要があるかに多くの議論を割いている様子が窺える。

7月19・20日に行われたECB理事会の議事要旨が17日に発表された。6月末のドラギ総裁のシントラ発言以降に進んだユーロ高に対し、理事会後の記者会見で牽制発言がなかったことで、ECBがユーロ高を追認したとの受け止めも広がっていた。だが、今回発表された議事要旨によれば、ユーロ高進行が金融環境を引き締め、中期的な物価安定目標の達成が脅かされると懸念する声があがっていたことが明らかとなった。具体的には、

このところの金融環境の変化は、主にユーロ圏のマクロ環境やファンダメンタルズの改善を反映したものであるとの指摘があった。(中略)。同時に、金融市場、なかでも外国為替市場の価格調整が将来的にオーバーシュートする可能性に対して懸念が表明された。良好な金融環境を所与のものとして見做すことはできず、高い次元で緩和的な金融政策が続くことに大きく依存していることが強調された。

*The point was made that prevailing financial conditions mostly reflected the improved macroeconomic conditions and fundamentals in the euro area. *smip* At the same time, concerns were expressed about a possible overshooting in the repricing by financial markets, notably the foreign exchange markets, in the future. It was underlined that the still favourable financing conditions could not be taken for granted and relied to a considerable extent on a continued high degree of monetary policy accommodation.*

同理事会では「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・ガイダンスの修正が見送られたが、議事要旨は一部のメンバーからガイダンスの変更提案があったことを伝えている。具体的には、

フォワード・ガイダンスの文言の段階的な修正を多少なりとも検討すべきとの提案があった。なぜなら、ガイダンスの変更を余りに長く先送りすれば、理事会のコミュニケーションと経済状況に対する評価の間に齟齬が生じ、最終的にコミュニケーションの変更が必要になった際に、金融市場のより大幅な変動を引き起こしかねない。

A suggestion was made that some consideration be given to an incremental adjustment in the language on forward guidance, because postponing an adjustment for too long could give rise to a misalignment between the Governing Council's communication and its assessment of the state of the economy, which could trigger more pronounced volatility in financial markets when communication eventually had to shift.

こうした変更提案に対して、最終的には金融市場に誤ったシグナルを発する恐れがあるとし、フォワード・ガイダンスを維持することで一致したと議事要旨は伝えている。具体的には、

しかしながら、時期尚早で過大な解釈を引き起こしがちなシグナルを送ることを回避することが現段階では最重要であると判断された。したがって、プラート理事の提案通り、フォワード・ガイダンスの全ての要素を変更しない点で、全てのメンバー間の合意があった。

However, it was generally judged paramount at this stage to avoid sending signals that could be prone to over-interpretation and might prove premature. Accordingly, there was agreement among all members to retain all elements of forward guidance, as proposed by Mr Praet.

今後の市場対話については極めて慎重な姿勢で臨む方針であることを議事要旨は明らかにしている。金融市場で行き過ぎた緩和縮小期待が高まることで、まだ脆弱な景気回復から物価上昇への波及経路を阻害することを懸念しているとみられる。具体的には、

ニュースに対する金融市場の反応が高まっている観点から、コミュニケーションには安定したアプローチが鍵となる。一方で景気拡大に対する理に適った確信を表明すること、他方で金融政策が今後も継続し、忍耐強さが必要であると強調することの間に、理事会はうまく均衡を取る必要がある。したがって、基調的なインフレ圧力が徐々に高まり、中期的なヘッドライン・インフレ率の改善を後押しし、インフレ動態がより強固で自律的なものとなるうえで、極めて大規模な金融緩和が今後も必要であると強調することが重要である。

In the light of the hightend sensitivity of financial markets to news, a steady approach to communication was seen as key. The Governing Council needed to strike a fine balance between, on the one hand, expressing justified confidence in the economic expansion and, on the other hand, underlining the need for monetary policy to remain persistent and patient. It was thus important to stress that a very substantial degree of monetary accommodation was still needed for underlying inflation pressures to build up gradually, supporting headline inflation in the medium term, and for inflation dynamics to become more durable and self-sustaining.

基調的なインフレ圧力の回復を十分確認できていないこともあり、ECBは来年以降の段階的な資産買い入れの縮小決定を急いでいない。具体的な理事会の日程を提示せず、あえて曖昧な「秋」という言葉を選択したことを議事要旨は明らかにしている。ただ、記者会見では「秋に検討する」としていたのに対し、

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。

議事要旨では「秋に決定する」とある。このことは、9月7日の理事会で検討を開始し、10月26日の翌理事会で決定するとの筆者の見通しと整合的だ。

こうした背景の下、必要に応じて資産買い入れの規模と/や期間を調整する準備が今後もあることを、理事会は繰り返し表明する必要がある。将来の金融政策の方針に関する討議をいつ行なうかについての理事会のコミュニケーションは、慎重さが必要なことが広く共有された。全体として、理事会メンバーは決断のタイミングのコミュニケーションとして“秋”と言及することに合意した。

Against this background, the Governing Council should also reiterate its continued readiness to adjust the size and/or duration of the asset purchases, if necessary. The view was widely shared that prudence was warranted with regard to the Governing Council's communication on the possible timing of its deliberations on the future course of its monetary policy. Overall, members agreed that communication on the timing of the decision should refer to autumn.

以上