

「決断の秋」にECBは何を議論した

発表日：2017年11月24日（金）

～小幅再延長はあるのか？～

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

◇ 来年以降の買い入れ方針を決定した10月のECB理事会の議事要旨によれば、買い入れ減額と延長に関しては概ね意見が一致した模様だが、必要に応じて来年9月以降も買い入れを継続するとのオープンエンド型の買い入れ方針を巡って意見が対立した。今後の注目点としては、①来年以降の買い入れ配分変更に伴う各資産間の相対序列の変化、②来年9月以降の小幅再延長の有無、③フォワード・ガイダンスの変更による政策正常化に向けた時間軸の変化、④景気好調と物価低迷の関係性の変化など。

来年以降の資産買い入れの方針を決定した10月26日のECB理事会の議事要旨が23日に発表され、①買い入れ規模を月額600億ユーロから300億ユーロに半減し、少なくとも来年9月まで延長する、②買い入れ終了後も相当な期間は政策金利が現状水準にとどまるとの「金利に関するフォワード・ガイダンス」を維持する、③買い入れ終了後も必要な限り、満期を迎えたECBが保有する債券の再投資を継続するとの「再投資に関するフォワード・ガイダンス」を盛り込む一とのプラート理事の提案に大多数（a large majority）のメンバーが賛成した。堅固で幅広い景気回復にもかかわらず、物価の上昇圧力が抑制されており、中期的な物価安定を達成するには依然として相当規模の金融緩和が必要だが、見通しの改善と物価安定の達成に向けた確実性が高まっていることから、一部の金融政策手段を従来よりも縮小することに対して広範な同意（broad agreement）が得られた。

買い入れのペースについては、買い入れ額が一気に減ることを回避するため、段階的な買い入れ規模の縮小が望ましいとの意見もあったが、必要に応じて買い入れの規模や期間を拡充する「緩和バイアス」との整合性を取る観点からは、買い入れ規模を縮小したうえで延長することが望ましいとの意見があった。最終的には、景気の力強いモメンタム、極めて緩和的な金融環境、デフレリスクの後退、物価上昇の初期的兆候を背景に、理事会メンバーは中期的な物価安定の達成に自信を深めており、月額300億ユーロに買い入れ規模を縮小することで概ね一致した（generally agreed）。

買い入れの期間については、景気の力強い回復が小幅の延長を正当化するとの意見と、物価の足取りが鈍く、より長い延長を正当化するとの相反する意見があった。最終的には、中期的な物価安定の達成に必要な金融緩和を継続するため、辛抱強く（patient）、粘り強く（persistent）なければならないとし、9ヶ月間の延長で概ね一致した（generally agreed）。買い入れの長期化は、買い入れ終了からしばらく利上げをしないガイダンスと相俟って、早期利上げ観測の封じ込めにつながることが期待される。ただ、余りに長く延長すると、今後の情勢変化への柔軟性を失うことにつながると警戒する声もあった。

買い入れ延長の有無については、必要に応じて買い入れを継続するオープンエンド型の買い入れ方針が望ましいか、予め終了時期を定めるべきか、意見が割れた。大多数（a large majority）のメンバーは、

将来のショックに対する柔軟性を確保するためにも、現在のオープンエンド型の方針を維持することを支持した。そこでは、インフレ圧力のより確かな証拠が今のところ観察されない中では、より慎重さ（prudent）が求められるとの声や、終了期限を定めれば金融環境の過度な引き締めをもたらす恐れがあるとの意見が出た。また、物価の見通しが悪化したり、金融環境が中期的な物価安定と整合的でなくなる場合に備え、資産買い入れの規模や期間を拡充する準備と能力があることを示唆するため、「緩和バイアス」を維持することについて広範な支持（broad support）が得られた。

その一方で、終了時期を定めることによる金融市場への影響は限定的であり、景気は多少の金融環境の引き締め十分に耐え得るとの声や、デフレリスクが再燃しない限り、オープンエンド型の買い入れは正当化できないとの意見もあった。また、オープンエンド型の買い入れを続ければ、プログラムの終了時期が近づくに連れ、更なる買い入れ延長の期待を生む恐れがあるとの意見もあった。こうした見方をするメンバーの間では、買い入れの再延長は、新たなショックがない限り、正当化されないとみられている。

来年以降の資産買い入れの構成については、国債以外（社債、カバード・ボンド、ABS）の買い入れが相当な規模になるとのクーレ理事の提案に対し、広範な同意（broad agreement）が得られた。各資産間での具体的な買い入れ配分についての言及はなかったが、一部の国債が買い入れの減額に近づいていることもあり、社債、カバード・ボンド、ABSの比重が増す可能性が示唆される。

「金利に関するフォワード・ガイダンス」を維持するとのプラート理事の提案に対して、広範な同意（broad agreement）が得られた。ただ、何人かのメンバーは、資産買い入れと物価安定の関係を紐付ける現在のガイダンスを、資産買い入れに限らず全般的な金融政策スタンスと物価安定の関係を紐付けるガイダンスに変更する必要があると主張した。

満期を迎えた保有資産の再投資については、買い入れ終了後も必要な限り再投資を継続する方針を改めてガイダンスとして盛り込むことで広範な同意（broad agreement）が得られた。

上記を踏まえた今後のECB関連の注目点としては、①来年以降の買い入れ配分変更に伴う各資産間の相対序列の変化、②来年9月以降の小幅再延長の有無、③フォワード・ガイダンスの変更による政策正常化に向けた時間軸の変化、④景気好調と物価低迷の関係性の変化などであろう。①については、買い入れの限界に近づいている国債の購入割合を減らし、社債の購入割合が増える可能性がある。ただ、今回の議事要旨では、社債買い入れが中小企業よりも大企業を優遇しているとの指摘もあり（議事要旨ではこれを否定）、社債買い入れが市場機能や価格形成に与える影響、並びに金融政策の伝達経路について吟味することを示唆している。②については、今回の議事要旨や最近のECB高官発言からは来年9月以降の再延長に否定的な意見が目立つ一方、10月理事会後の記者会見でドラギ総裁は「買い入れを突然終了することはない」と発言していた。このまま来年9月に買い入れを終了するのか、小幅再延長の余地があるのか、今後の理事会内の議論を待ちたい。③については、資産買い入れに紐付けしたガイダンスを変更すること自体が買い入れ終了を意識させかねない。新たなガイダンスが早期の利上げや緩和終了観測の封じ込めにつながる内容となるかに注目したい。④については、来年9月の買い入れ終了が近づくなかで、基調的な物価の足取りが鈍い状況が続く場合、予定通りに買い入れを終了できるのかが不安視される。景気と物価の関係が崩れた訳ではないとのECBの主張の妥当性ととともに、再延長に伴う国債の買い入れ余力が改めて問われることになる。

以上