

ECB：出口議論は来年に持ち越し

発表日：2017年12月15日（金）

～あくまで慎重運転～

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

◇ 前回10月の理事会で資産買い入れの減額と延長を決定したECBは、来年9月以降の買い入れ再延長やオープンエンド型の買い入れ方針に否定的な意見も理事会内で浮上している。今回の理事会ではこうした点について議論しなかったことを明かし、フォワード・ガイダンスの修正も見送られた。新たに発表された2020年の物価見通しは+1.7%と中期的な物価安定に僅かに届かない。ECBは景気回復とデysinフレ克服に一層自信を深めているが、物価安定の達成を確実なものとするため、金融政策の正常化を急がない方針。ただ、金融市場へのショックを回避するためには、来年3月や6月の理事会でフォワード・ガイダンスの見直しや9月以降の買い入れの方針を浸透させていく必要がある。

ECBは前回10月の理事会で資産買い入れの規模を減額したうえで来年9月まで継続することを発表。今回の理事会で新たな政策変更を予想する見方は皆無で、来年9月以降の買い入れ再延長の有無や初回利上げ時期を探るうえで何らかのヒントが示されないかが主な注目材料だった。具体的には、①理事会内で意見が割れる資産買い入れの「オープンエンド性」について踏み込んだ議論がなされたか、②前回理事会後の記者会見でドラギ総裁が示唆した「買い入れを突然終了することはない」との発言の真意、③金融政策の正常化の次の一手とみられるフォワード・ガイダンスの見直し方針が示されるか、④スタッフ見通しの予測期間に新たに加わる2020年の数値から何が読み取れるかなど。また、来年1月からの買い入れプログラムの資産構成についてのヒントが得られないかも注目されていた。

前回会合後に発表された10月の議事要旨では、来年9月以降も買い入れを継続する余地を残す「オープンエンド型」の買い入れ方針に対して理事会内で反対意見が出ていたことが判明。ドイツ連銀のバイトマン総裁やオランダ中銀のクノット総裁のようなタカ派メンバーだけでなく、ドラギ総裁に政策スタンスが近いと目されてきたクレー理事も来年9月以降の再延長に否定的な発言をし、フォワード・ガイダンスの見直しの可能性に言及していた。前回会合後のドラギ総裁の「突然終了なし」発言を受け、市場参加者の間では小幅再延長の観測も浮上していたため、今回の理事会で何らかの市場の期待誘導があるかに注目が集まっていた。結果は、金利・資産買い入れ・再投資の何れについてもフォワード・ガイダンスの文言を変更せず、ガイダンスの見直し、買い入れのオープンエンド性、来年9月の買い入れ終了や再延長の是非、「突然終了なし」が具体的に何を意味するか（再延長かテーパリングか）について、一切議論しなかったことを明らかにした。ドラギ総裁を始めとしたECBの執行部は、景気拡大の持続性やデysinフレ克服に一層自信を深めているが、過去と比べて経済・労働環境の改善に対する賃金の反応が遥かに遅く・鈍いことを警戒している。中期的な物価安定を確保するためにも、資産買い入れのオープンエンド性を維持することが正当化されると説明した。

四半期毎に発表されるスタッフ見通しでは、2017～19年の成長率が何れも上方修正され、2017・18年の両年は2％超え、2019年以降は1％台後半にペースダウンするものの、潜在成長率を上回る推移が続くことが示された（図表1）。消費者物価は原油先物価格の前提が大幅に上方修正されたことを反映し、2018年が上方修正された。新たに予測期間に加わった2020年の物価見通しは+1.7％への再加速を予想するが、ECBが政策目標とする中期的な物価安定（2％を下回るが、それに近い水準）には僅かに届かない（図表2）。ただ、エネルギーと食料を除く消費者物価の見通しは、2018年の+1.1％、2019年の+1.5％、2020年の+1.8％と2％に向けて上昇が加速していく姿が描かれている。潜在成長率を上回る高成長が続くなか、回復の遅れている物価も徐々に中期的な安定目標に復帰していくとの見通しだ。

「1.7％が物価安定目標と合致しないとの昨年の発言は今も当てはまるか」との質問に対して、ドラギ総裁は苦笑いを交えつつ、「最近の景気情勢と労働市場の改善は何れかの段階で賃金上昇につながるとの確信を高めるものである」と答えた。また、別の質問に答えるなかで、物価安定の定義が中期的であること、2％を一時的に上振れすることも許容されること、金融政策のサポートなしに達成できる自律的なものでなければならないことを付け加えた。

（図表1）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	+2.4%	(+2.3～+2.5%)	+2.2%	(+2.1～+2.3%)
2018年	+2.3%	(+1.7～+2.9%)	+1.8%	(+1.0～+2.6%)
2019年	+1.9%	(+0.9～+2.9%)	+1.7%	(+0.6～+2.8%)
2020年	+1.7%	(+0.6～+2.8%)		—

【消費者物価】

	今回（12月）		前回（9月）	
2017年	+1.5%	(+1.5～+1.5%)	+1.5%	(+1.4～+1.6%)
2018年	+1.4%	(+0.9～+1.9%)	+1.2%	(+0.6～+1.8%)
2019年	+1.5%	(+0.7～+2.3%)	+1.5%	(+0.7～+2.3%)
2020年	+1.7%	(+0.8～+2.6%)		—

【食料とエネルギーを除く消費者物価】

	今回（12月）		前回（9月）	
2017年		+1.0%		+1.1%
2018年		+1.1%		+1.3%
2019年		+1.5%		+1.5%
2020年		+1.8%		—

【ブレント原油（\$/b）の前提】

	今回（12月）		前回（9月）	
2017年		54.3		51.8
2018年		61.6		52.6
2019年		58.9		53.1
2020年		57.3		—

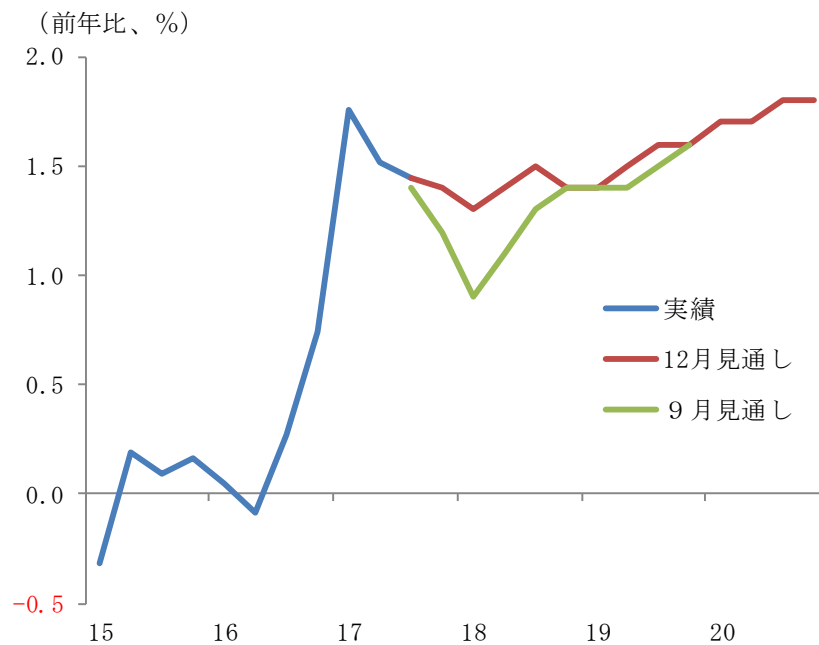
【USD/EUR為替の前提】

	今回（12月）		前回（9月）	
2017年		1.13		1.13
2018年		1.17		1.18
2019年		1.17		1.18
2020年		1.17		—

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

(図表 2) E C B スタッフ見通しでの消費者物価の四半期推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

来年1月からの資産買い入れの減額に際して、買い入れの限界が近づく国債に代わって、社債の買い入れ割合が増加するとの観測も浮上している。前回の理事会後の記者会見でドラギ総裁は「今後も相当な金額の社債を購入し続ける」と発言していた。この「相当な金額」が具体的にどの程度の規模や割合を意味するのかを尋ねた質問に対して、ドラギ総裁は明言を避けた。今後の買い入れ構成については、1月以降の実績を事後的に確認する必要がある。

また、不正会計疑惑が浮上し、ジャンク債に格下げされた社債をE C Bが購入していた問題について、ドラギ総裁は「社債買い入れプログラムは金融政策の目標を達成するうえで非常に重要な政策ツールの1つであり、そこから得る利益を極大化したり、損失を回避することが目的ではない。E C Bのリスク管理のフレームワークは機能しているが、必要があれば今回の経験から学ぶ必要があり、手法の改善にオープンであり続ける。問題が発覚して以来、新規の買い入れはしていない。報道されている損失規模はざっと10倍余り誇張されており、昨年1年間にE C Bが得た純利子収入のごくごく僅かを占めるに過ぎない」と説明した。損失規模は限定的なうえ、この問題が直ちに社債購入プログラムの縮小や廃止につながるものではないが、中央銀行がリスク資産を評価・モニターすることの難しさを改めて露呈した。

景気回復とデフレーション克服に自信を深める一方で、フォワード・ガイダンスの変更観測をひとまず封印したことや3年後に1.7%という物価見通しの数字感、今後も物価安定目標の達成を確実なものとするために、金融政策の正常化を急がないE C Bの主流派のメッセージと合致する。ただ、来年9月の「突然終了」による金融環境の過度な引き締まりを回避するためには、小幅再延長やテーパリングの有無を徐々に金融市場に織り込ませていかななくてはならない。来年3月や6月辺りの理事会でフォワード・ガイダンスの見直しや9月以降の買い入れ方針について何らかの判断が下されることになるだろう。

以上