

ECBの利上げ開始後を考える

発表日：2018年2月27日(火)

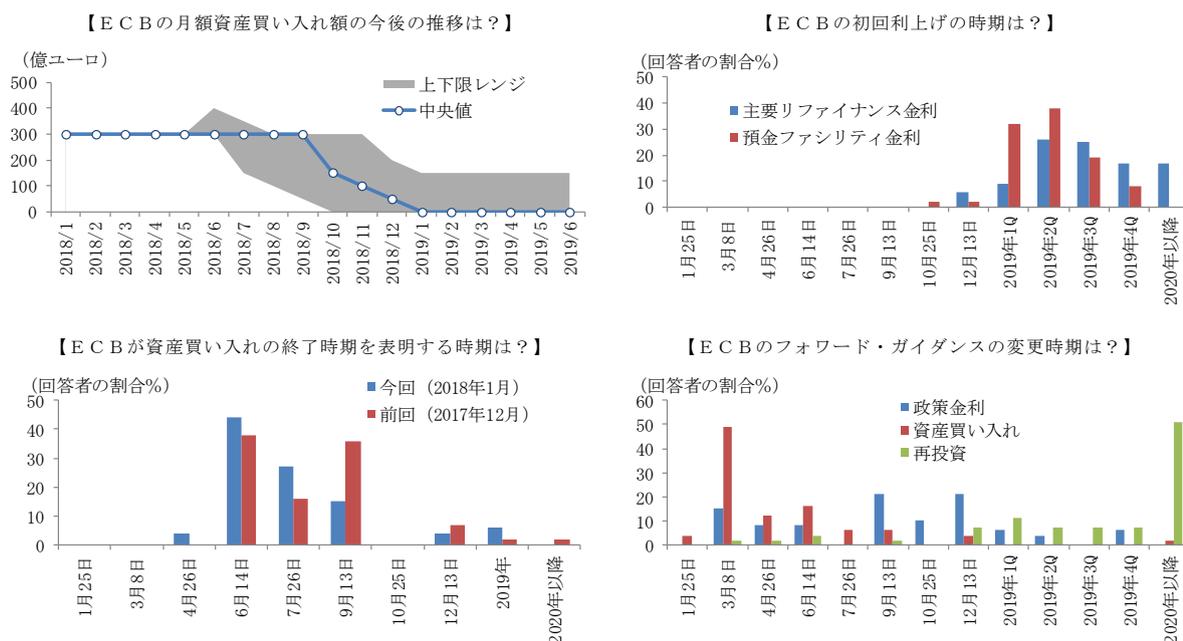
～政策金利の最終到達点は？～

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

◇ 来年央に利上げを開始するとみられるECBだが、その後の利上げペースや最終到達点についてのイメージは余り共有されていない。ここでは、過去の利上げ局面との比較や自然利子率の推定結果から、予想される政策金利のパスについて検討する。

景気力強い拡大と物価の底入れが続くユーロ圏では、ECBが2015年3月以来続けてきた資産買い入れを近く終了する可能性が高まっている。今年1月から買い入れ規模を月額300億ユーロに半減し、少なくとも9月までの買い入れ継続を約束している。その後は3～6ヶ月程度の短いテーパリング期間を経て、年内か来年初頭には買い入れを終了するとの見方がコンセンサスとなっている(図表1・上段左)。ECBは現在、資産買い入れの終了から「相当な期間」が経過した後に、政策金利の引き上げに着手する方針(フォワード・ガイダンス)を示唆している。「相当な期間」が具体的にどの程度の期間に相当するかをECBは明らかにしておらず、「今年の早い段階で検討する」としているフォワード・ガイダンスの見直しで修正される可能性もあるが、「6ヶ月程度」と考える識者が多い。順調に行けば、来年央には利上げが開始されそうだ(図表1・上段右)。

(図表1) ECBの金融政策に関するサーベイ調査



注：エコノミスト53人に聞き取り調査(2018年1月12-18日)

出所：Bloomberg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。

金利正常化に向けたECBの具体的な方針はこれまでのところ明らかにされていない。利上げ開始後にどの位のペースでどの程度の水準まで政策金利を引き上げるかは、経済や物価を取り巻く環境次第だが、今後も順調な景気拡大と抑制気味のインフレ環境が続くことを前提にすれば、従来よりもゆっくりとしたペースで利上げが行なわれると考えるのが自然だろう。1999年にユーロ圏が発足して以来、これまで利上げ局面は3回ある（図表2）。1999～2000年の利上げ局面では、336日の利上げ期間中に主要政策金利が累計2.25%ポイント引き上げられた。利上げ幅は0.50%ポイントが2回と0.25%ポイントが5回、四半期辺りの平均利上げ幅が0.61%ポイント、平均インターバルが56日と、かなり急ピッチの利上げだった。2回目となる2005～2008年の利上げ局面では、946日の利上げ期間中に累計2.25%ポイント引き上げられ、四半期辺りの利上げ幅が0.22%ポイント、平均インターバルが118日と、1999～2000年に比べてややゆっくりとした利上げペースだった。ただ、2008年7月の最終利上げまでに1年余りの期間が開いており、これを除くと554日の利上げ期間中に累計2.00%ポイント、四半期辺りの利上げ幅は0.33%ポイント、平均インターバルが79日であった。3回目となる2011年の利上げ局面では、インフレ警戒で利上げを開始したものの、欧州債務危機への悪影響が不安視されるなか、ドラギ総裁の就任で早々に利下げに転換した。

（図表2）ECB過去の利上げ局面の比較

		1999年～の利上げ局面	2005年～の利上げ局面	2005年～の利上げ局面（最終利上げ除く）	2011年～利上げ局面
利上げ開始日	（年月日）	1999年11月5日	2005年12月6日	2005年12月6日	2011年4月13日
最終利上げ日	（年月日）	2000年10月6日	2008年7月9日	2007年6月13日	2011年7月13日
利上げ期間	（日）	336	946	554	91
利上げ開始前の主要政策金利	（%）	2.50	2.00	2.00	1.00
最終利上げ後の主要政策金利	（%）	4.75	4.25	4.00	1.50
累計利上げ幅	（%ポイント）	2.25	2.25	2.00	0.50
利上げ幅/年	（%ポイント）	2.44	0.87	1.32	2.01
利上げ幅/四半期	（%ポイント）	0.61	0.22	0.33	0.50
平均インターバル	（日）	56	118	79	91
1回当たりの平均利上げ幅	（%ポイント）	0.29	0.25	0.25	0.25
利上げ幅	（%ポイント）	0.50×2回+0.25×5回	0.25×9回	0.25×8回	0.25×2回

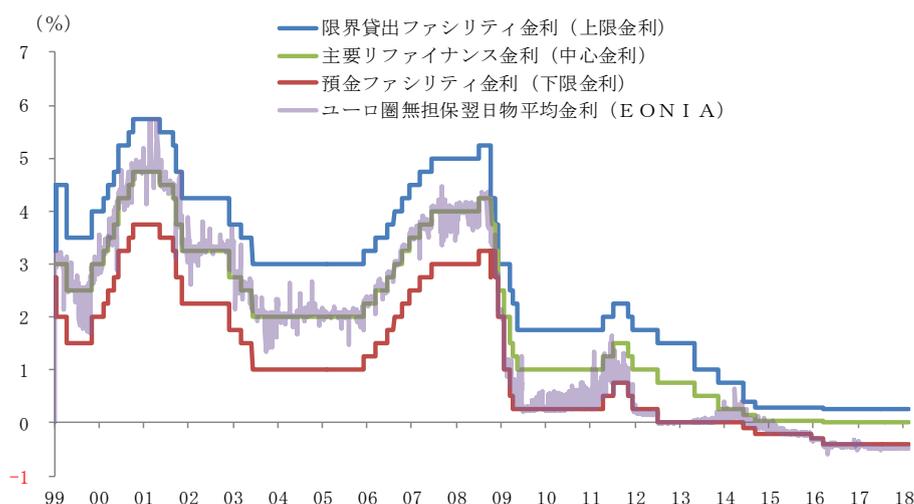
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

ECBの金利政策は、主要政策金利を中心に上限の限界貸出ファシリティ金利と下限の預金ファシリティ金利の間に、無担保翌日物平均金利（EONIA）を誘導する形で行なわれる（図表3）。通常は中心レートを挟んで上下対象に各1ポイントの金利差が設けられ（上下限金利の幅をコリドーと呼ぶ）、3本の政策金利は平行移動する。ただ、今回の利下げ局面では主要政策金利がゼロに達した段階で更なる利下げが困難となり、下限の預金ファシリティ金利のマイナス幅を広げる形で利下げを続けてきた。また、

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。

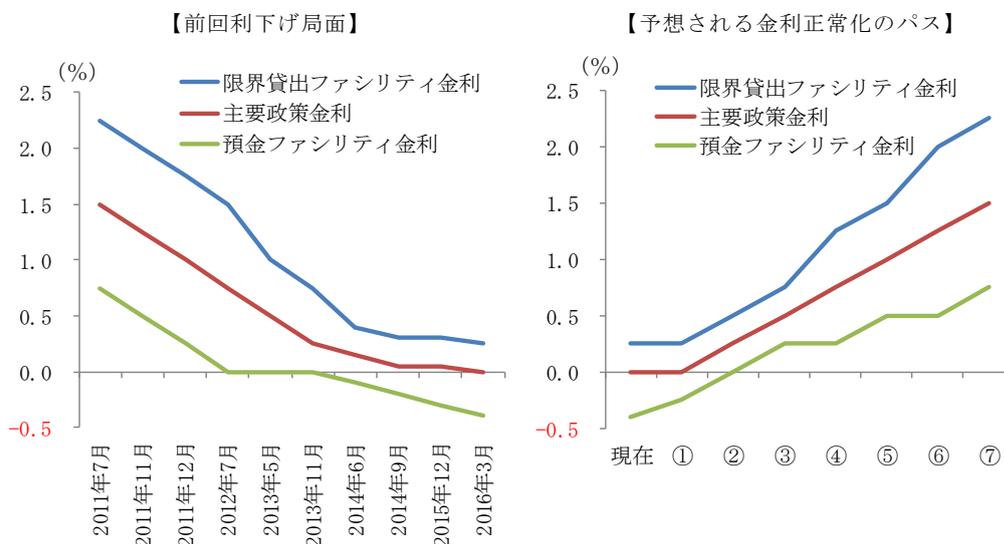
流動性供給オペの無制限供給を開始して以来、従来中心レート近傍に誘導してきたEONIAは、下限金利近傍に張り付いている。そのため、今後の利上げ局面では、3本の政策金利をどのように引き上げ、コリドーを正常化させるかも問題となる。現在、下限の預金ファシリティ金利は▲0.40%、中心レートの主要政策金利がゼロ%、上限の限界貸出ファシリティ金利が0.25%にある。慎重な利上げに着手するのであれば、預金ファシリティ金利を初回利上げで▲0.25%に、その後は0.25%ポイント刻みで利上げすることが考えられよう（図表4）。預金ファシリティ金利をゼロ%に引き上げる段階で、主要政策金利を0.25%に、限界貸出ファシリティ金利を0.50%に引き上げ、0.50%ポイントのコリドーを確保。その後は主要政策金利を0.25%ポイント刻みで引き上げつつ、上限金利の利上げ幅を大きくすることでコリドーを徐々に広げていく方法が考えられる。この場合、初回利上げから7回目の利上げで、主要政策金利が利下げ開始時の1.50%に復帰、コリドーは平時の2.00%ポイントよりはやや狭いが、1.50%ポイントまで拡大する。

（図表3）ECBの政策金利の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

（図表4）ECBの政策金利の正常化



出所：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。

利上げ開始後も順調な景気拡大と抑制気味の物価が続く場合、金利正常化の終着点（ターミナル・レート）はどの辺りにあると考えたらよいだろうか。主要政策金利の居所でみると、2008-09年の世界的な金融危機後に一旦の利下げ打ち止め水準となった1.00%、今次利下げ局面の始点の金利水準である1.50%、2003-06年の安定期の2.00%が一旦の到達目標となりそうだ（前掲図表3）。次に、均衡実質利子率（自然利子率）の概念から、政策金利の上限を検討してみる。自然利子率は一般に経済のトレンド成長率に近似することが知られているが、2008-09年の世界的な金融危機後にこの関係が崩れている（図表5）。Holston, Laubach & Williams (2016)がユーロ圏について行なった分析によれば、危機前に両者の平均的な乖離幅は▲0.1%ポイントだったが、危機後の平均では▲1.0%ポイントに広がっている（図表6）。同分析によれば、危機後の自然利子率の下方シフトは主要国・地域で共通の現象である。

（図表5）ユーロ圏のトレンド成長率と自然利子率



出所：Holston, Laubach & Williams (2016) より第一生命経済研究所が作成

（図表6）金融危機前後のユーロ圏の「その他の決定要素」（%ポイント）

	危機前 99Q1-08Q1	危機後 08Q2-17Q3
最小	-0.4	-1.5
最大	0.6	-0.0
平均	-0.1	-1.0

出所：Holston, Laubach & Williams (2016) より第一生命経済研究所が作成

そこで、ユーロ圏のトレンド成長率、長期的なインフレ率、自然利子率とトレンド成長率の乖離（図表中では「その他の決定要素」）の各変数の想定によって、主要政策金利の終着点がどのように変化するかを計算した。このとき、ユーロ圏のトレンド成長率は、Holston, Laubach & Williams (2016)の推定に基づく1.1%と、欧州債務危機克服時の構造改革の成果や難民・移民流入によって1.3%にやや上方シフトする2パターンを想定した。インフレ率はECBの予測専門家調査（SPF）の中期見通しから、1.5～1.9%のレンジ内の3つのケース（1.5%、1.7%、1.9%）を考える。自然利子率とトレンド成長率の乖離は、①危機後の平均（▲1.0%ポイント）、②危機前の平均（▲0.1%ポイント）、危機後の平均の半分（▲0.5%ポイント）の3パターンの前提を置いた。それによれば、潜在成長率の上方シフトがなく、中期

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。

的なインフレ率が1.5%のレンジ下限にとどまり、自然利子率とトレンド成長率の乖離が危機後の平均的な水準にとどまる場合、中期的に予想される政策金利の到達点は1.6%となる（図表7）。インフレ率がECBの掲げる中期的な物価安定（2%をやや下回る）に近づく場合、政策金利の到達点は2.0%に上昇する。さらに、自然利子率とトレンド成長率の乖離が危機後の平均の半分程度に縮まると、政策金利の到達点は2.5%に達する。同じ前提で潜在成長率が1.3%に上方シフトすると、政策金利の到達点は2.7%となる。

過去の利上げ局面と比べて緩やかな、例えば「半年に1回・0.25%ポイント刻み」の利上げを続ける場合、来年央に初回利上げを開始したとして、主要政策金利が1.50%に到達するのは2022年後半となる。同様に、2.00%への到達が2023年後半、2.75%に到達するには2025年前半まで掛かる。ユーロ圏の景気拡大は既に5年余り続いており、さらに向こう7年も景気拡大が続くかは不透明だ。金融政策の正常化が十分に進んでいない段階で次の景気後退に見舞われる可能性もあり、いよいよ政策対応の限界が試されることになりそうだ。

（図表7）ユーロ圏の主要政策金利の最終到達点の試算（%）

【トレンド成長率=1.1%】

		その他の決定要素 (z)		
		-1.0	-0.5	-0.1
イン フ レ 率	1.5	1.6	2.1	2.5
	1.7	1.8	2.3	2.7
	1.9	2.0	2.5	2.9

【トレンド成長率=1.3%】

		その他の決定要素 (z)		
		-1.0	-0.5	-0.1
イン フ レ 率	1.5	1.8	2.3	2.7
	1.7	2.0	2.5	2.9
	1.9	2.2	2.7	3.1

出所：Holston, Laubach & Williams (2016) より第一生命経済研究所が作成

【参考文献】

Holston, Kathryn, Thomas Laubach, and John C. Williams (2016). “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants”, Finance and Economics Discussion Series 2016-073. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System

以上