

## ECBも金融緩和の縮小合戦に参戦

発表日：2018年1月12日（金）

～次の一手はフォワード・ガイダンスの修正～

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は昨年12月の理事会の議事要旨を発表し、近い将来の資産買い入れの終了に備え、今年の早い段階でフォワード・ガイダンスの見直しの検討を開始することを示唆した。議事要旨の内容からは、ECBが景気の自律的な回復と中期的な物価安定の達成に自信を深めている様子が窺える。筆者はこれまで、資産買い入れを年末まで小幅再延長し、来年後半に利上げを開始すると予想してきた。引き続きこうした見解を維持するが、従来よりもタカ派的な今回の議事要旨の内容からは、このまま9月に新規の資産買い入れが停止され、初回利上げ時期が来年前半に前倒しされる確率がやや高まったと判断する。今後予想される政策変更の手順は、1月か3月の会合でガイダンスの見直し検討を開始、3～6月の会合で段階的な修正に着手、6月の会合で買い入れ終了の是非を決定する。

11日に発表された昨年12月14日のECB理事会の議事要旨は、理事会後の記者会見でのドラギ総裁の発言に比べてややタカ派色の強い内容だった。ECBは昨年10月の理事会で、資産買い入れの規模を今年の1月から半減（月額600→300億ユーロ）したうえで、9月まで延長することを決定した。その際にドラギ総裁が「買い入れを突然終了することはない」と発言したことや、物価関連指標が引き続き緩慢な推移にとどまっていることなどから、筆者は資産買い入れを小幅（3ヶ月間）再延長したうえで年末に新規の買い入れを停止し、来年後半に初回利上げが行なわれると予想してきた。だが、①従来ドラギ総裁の政策方針と歩調を合わせることが多かったクレー理事がこのところ、資産買い入れの再延長に否定的な発言を繰り返していること、②理事会内でタカ派の最筆頭であるドイツ連銀のバイトマン総裁も最近のスペイン紙へのインタビューで、ドラギ総裁同様に「買い入れが突然終了することはない」と発言しており、同発言の真意は新規買い入れの“再延長”ではなく、償還分の再投資を含めた買い入れが当面継続することを意味する可能性があること、③今回の議事要旨の内容からは、ECBが景気の自律的な回復と中期的な物価安定の達成に自信を深めている様子が窺え、将来の資産買い入れ終了に備え、近くフォワード・ガイダンスの修正に着手する方針が示されたことから、このまま9月末に新規の買い入れが停止され、初回利上げ時期が来年前半に前倒しされる確率がやや高まった（引き続きサブシナリオ）と判断している。

昨年12月の段階では、金融環境の許容できない引き締め（unwarranted tightening of financial conditions）を回避するためにも、政策方針に関するコミュニケーションの変更は時期尚早と判断された。だが、議事要旨によれば、後々の突然や無秩序な修正を回避するためにも（with a view to avoiding more abrupt or disorderly adjustments at a later stage）、フォワード・ガイダンスを経済データの改善に応じて徐々に変更を加えることが重要であるとの見解が示された。多くの理事会メンバーは、資産買い入れの終了時期と初回利上げ時期の順序（sequence）を変えずに、政策方針に関するコミュニケーショ

ンを徐々に変更することを支持したとされる。そのうえで、金融政策スタンスの様々な側面に関連した声明文の文言やフォワード・ガイダンスに関しては、今年の早い段階で再度検討することを確認（could be revisited early in the coming year）。資産買い入れにフォーカスした現在の政策方針を、金融政策スタンスの様々な側面を内包するより幅広い概念のフォワード・ガイダンスに徐々に移行する必要がある（it was also seen as warranted to reflect on how to transition gradually from the present conditionality focused on APP net purchases to a broader concept of forward guidance comprising various dimensions of the monetary policy stance）と言及している。

今後の政策変更の日程を展望すると、このまま9月末までに買い入れを終了するにしても、小幅再延長するにしても、その数ヶ月前の段階では10月以降の買い入れ方針を予め示す必要がある。さらに、近い将来の買い入れ終了が視野に入るなか、資産買い入れ以外の金融政策を内包するフォワード・ガイダンスの修正が必要となる。9月末までに予定される金融政策を議論するECBの理事会は、1月25日、3月8日、4月26日、6月14日、7月26日、9月13日の6回、このうち3・6・9月が大きな政策転換を決定する頻度が高いスタッフ見通しの発表月だ。ガイダンスを段階的に修正する上記の方針に鑑みれば、早ければ1月の会合（遅くても3月の会合）でガイダンス見直しの検討を開始、3月から6月にかけての会合で段階的に修正し、6月会合では10月以降の買い入れ終了の是非を決定する可能性が高い。

以上