

ECBは緩和バイアスを削除

発表日：2018年3月9日（金）

～慎重な緩和終了姿勢を演出～

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8日の理事会で、資産買い入れの再拡大の根拠となる「緩和バイアス」を声明文から削除。あくまで現状に即さなくなったためと説明し、フォワード・ガイダンスの修正に向けた第一歩、さらには先行きの資産買い入れ終了や利上げ開始と結び付けられることを警戒。スラックが従来想定以上に拡大している可能性に言及するなど、基調的なインフレ率のさらなる上昇が確認されるまで、緩和終了の判断を先送りする姿勢。一方、このところタカ派的な発言が目立つクーレ理事は最近の講演で、資産買い入れのストック効果が金利上昇を抑制可能と主張。近い将来の資産買い入れ終了に向け、理論武装を進めている。6月にガイダンス見直しと10月以降のテーパリングを決定すると予想する。

8日のECB理事会では、必要に応じて資産買い入れの再拡大・再延長を示唆する文言、いわゆる緩和バイアス（easing bias）が声明文から削除されたが、その他のフォワード・ガイダンスは変更されず、ガイダンス修正に向けた具体的な議論についても踏み込んだ発言はなかった。削除された文言は以下の通り。

（物価の）見通しが悪化するか、金融環境が物価経路の持続的な調整に向けた前進と非整合的である場合、資産買い入れプログラム（APP）の規模と期間の両方、もしくはどちらかを拡大する準備がある。

If the outlook becomes less favourable, or if financial conditions become inconsistent with further progress towards a sustained adjustment in the path of inflation, we stand ready to increase the asset purchase programme (APP) in terms of size and/or duration.

昨年12月理事会の議事要旨では、①政策スタンスに関する声明文の文言やフォワード・ガイダンスについて、今年の早い段階で再検討する、②後々の突然や無秩序な修正を回避するためにも、経済データの改善に応じてガイダンスを徐々に変更することが重要である—との見解が示された。1月の理事会でガイダンスの修正が見送られたため、スタッフ見通しが発表され、「今年の早い段階」に該当しそうな3月の理事会での文言修正の是非に注目が集まっていた。

だが、ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「今回の緩和バイアスの削除は現状に即さなくなったことを反映したものであり、ECBの見通しや行動について何らかのシグナルや示唆を伴うものではない（It's substantially a backward-looking decision without signals or implications for either our expectations or our reaction function）」、「削除した文言が想定するのは、今となっては起こりそうにないリスクである（if you read the words, these are really unlikely contingencies now）」と説明。また、「今後数ヶ月に起こり得る金融政策の変更に関する議論はそれほどなかった（there wasn't much discussion about other possible changes in monetary policy for the coming months）」とも言及。

緩和バイアスの削除が、ガイダンス修正に向けた一歩、さらには先行きの資産買い入れ終了や利上げ開始と結び付けられることを回避しようとの意図が見て取れる。ドラギ総裁はさらに、潜在成長率やスラックの大きさが従来考えられていた以上に拡大している可能性に言及し、そのことから、一部の理事会メンバーが（緩和終了を正当化する）より多くのデータを待つことを望んでいると説明した。景気の順調な拡大が続くことで、早期の緩和終了や利上げ開始観測が高まることを警戒し、従来の慎重姿勢を崩さなかった。

残る年内の理事会は、4月26日、6月14日、7月26日、9月13日、10月25日、12月13日。ECBは今年1月に資産買い入れの規模を600→300億ユーロに減額したうえで、少なくとも9月までの買い入れ継続を約束している。10月以降の買い入れ方針を決定するのはスタッフ見通しの発表月である6月が有力だが、今回の慎重姿勢に鑑みると、最終判断を7月に先送りする可能性もやや高まった。緩和バイアスの削除とガイダンスの修正を切り離し、具体的な検討状況についても触れなかったことから判断して、ガイダンスの見直しも10月以降の買い入れ方針と同時に決定する可能性が出てきた。4月に何らかの示唆（例えば事務方への指示や理事会内での検討内容を明かす）をしたうえで、6月にガイダンスを修正すると考える。ガイダンス修正の具体的な内容については、「資産買い入れと金利の関係に絞った現在のガイダンスから、金融政策スタンスの様々な面を内包するガイダンスに徐々に移行する（昨年12月の議事要旨）」以外に踏み込んだ発言はない。新規の買い入れ終了後も満期を迎えた保有債券の再投資を長期間続けることで、緩和効果が継続することを強調したうえで、中期的な物価安定の達成に向けた確度が高まるまでは低金利が継続する（慎重な利上げは可能）ことを示唆する文言となるだろう。

今回の慎重姿勢から判断して、9月末で新規の買い入れを突然終了するのではなく、10月以降に短いテーパリング期間を設けたうえで、買い入れを終了する可能性が高い。理事会後にBloombergが関係者の話として伝えた記事によれば、ECBスタッフの内部試算では10-12月の間に合計300億ユーロの買い入れを想定しているとのこと。これは恐らく、スタッフが買い入れの効果を試算する際の前提に過ぎず、理事会の決定を先取りするものではないが、理事会内のコンセンサスも短いテーパリングであることを窺わせる。当社も10月から買い入れ規模を段階的に落とし、年内に資産買い入れを終了すると予想する。

最近、理事会内でハト派からタカ派への傾倒が顕著なクーレ理事は2月23日の講演で、資産買い入れのフロー（新規の買い入れ）効果とストック（買い入れ残高）効果に触れ、既にストック効果だけで金利の上昇を抑制できる段階に入っていると論じた。インフレ率が中期的な物価安定目標に届かない状況下で、近く新規買い入れを終了するための理論武装の一環とみられる。買い入れ再延長に否定的な発言がこのところ目立つクーレ理事は、理事会内で金融調整を担当する。ECBは否定するが、金融調整の実務担当者の間では買い入れが限界に近づいているとの認識が広がっていることが示唆される。

記者会見ではこの他に、①ラトビア大手行のマネー・ロンダリングへの関与と中銀総裁の贈収賄疑惑、②ドラギ氏の後継候補として名前が上がるドイツ連銀のバイトマン総裁を念頭に置いたECB総裁の資質、③貿易戦争の影響、④イタリア政局についての質問が多かった。これらに対してドラギ総裁は、①欧州司法裁判所に事実関係を確認中、各国当局との情報連携を強化する必要がある、②総裁の資質は他人が判断するもの、任期までにはまだ時間がある、③一方的な決定は危険と非難したうえで、短期的な影響は限定的だが、報復措置の有無、為替の反応、マインドへの影響などを考慮する必要がある、④高債務国一般に財政の持続可能性が懸念される、などと回答した。

なお、新たに発表されたスタッフ見通しは、成長率・物価とも小幅修正にとどまった（図表1・2）。原油価格の想定が上方修正された（景気の下方向修正要因、物価の上方修正要因）一方、為替レートの想定がユーロ高方向に修正された（景気の下方向修正要因、物価の下方向修正要因）。景気は足許の成長上振れが原油・為替の修正による影響を相殺、物価は原油と為替の前提変更が相互に相殺したが、やや下方修正。

(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 (2018年3月)		前回 (2017年12月)	
2018年	+2.4%	(+2.1~+2.7%)	+2.3%	(+1.7~+2.9%)
2019年	+1.9%	(+0.9~+2.9%)	+1.9%	(+0.9~+2.9%)
2020年	+1.7%	(+0.7~+2.7%)	+1.7%	(+0.6~+2.8%)

【消費者物価】

	今回 (2018年3月)		前回 (2017年12月)	
2018年	+1.4%	(+1.1~+1.7%)	+1.4%	(+0.9~+1.9%)
2019年	+1.4%	(+0.6~+2.2%)	+1.5%	(+0.7~+2.3%)
2020年	+1.7%	(+0.8~+2.6%)	+1.7%	(+0.8~+2.6%)

【食料とエネルギーを除く消費者物価】

	今回 (2018年3月)		前回 (2017年12月)	
2018年	+1.1%		+1.1%	
2019年	+1.5%		+1.5%	
2020年	+1.8%		+1.8%	

【ブレント原油 (\$/b) の前提】

	今回 (2018年3月)		前回 (2017年12月)	
2018年	65.0		61.6	
2019年	61.2		58.9	
2020年	58.3		57.3	

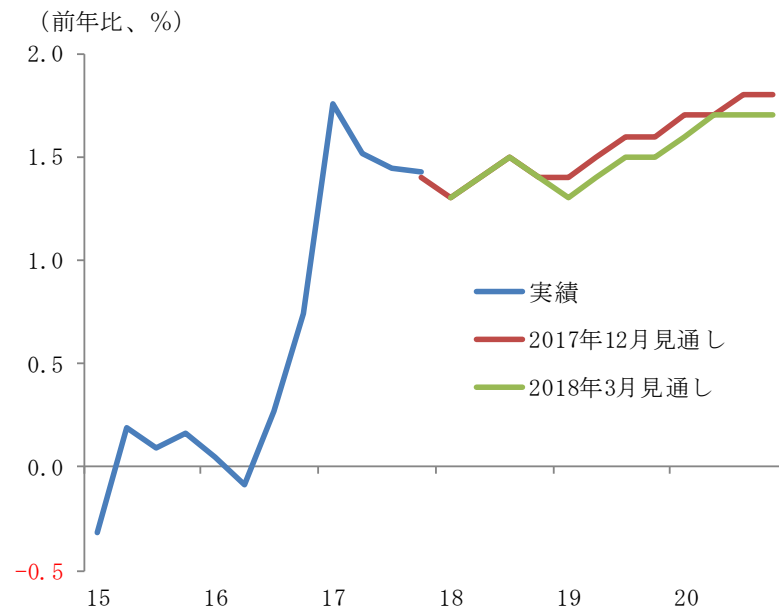
【USD/EUR為替の前提】

	今回 (2018年3月)		前回 (2017年12月)	
2018年	1.23		1.17	
2019年	1.24		1.17	
2020年	1.24		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) ECB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

以上