

# EU Trends

## ECB次の一手はデータ待ち

発表日：2018年4月27日(金)

～決定時期は後ズレ、政策パスは不変～

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

- ◇ 26日のECB理事会では、このところの景気指標の軟化をどう評価するかが中心議題となり、今後の金融政策についての議論は行われなかった。ECBは景気指標の軟化が、天候不順やイースター休暇時期のズレなど一時的な要因に加えて、これまでの高成長からの正常化の過程であると判断。貿易戦争などに対する警戒を滲ませつつも、慎重な楽観論を維持している。
- ◇ 今回の理事会で資産買い入れ終了に向けた地ならしが行われなかったことから、政策決定のタイミングは次回6月14日ではなく、7月26日の理事会にずれ込む可能性がある。5月のPMIやIfoが反発するか注目する。今のところその可能性は低いと考えているが、向こう数ヶ月の景気指標が一段と落ち込む場合、年内の資産買い入れ終了や来年央の利上げ開始のシナリオに修正が必要となる。

前回3月の理事会で資産買い入れの再拡大の可能性を示唆する「緩和バイアス」を削除したECBは、秋のテーパリング（段階的な資産買い入れ縮小）と来年の利上げ開始に向け、政策転換の地ならしが必要な時期に差し掛かっている。こうした大きな政策変更は通常、四半期毎のスタッフ見通し変更時に行われることが多く、金融市場参加者の間では従来、次回6月14日の理事会での決定が有力視されていた。そうしたスケジュールを前提にすれば、今回の理事会は6月の政策転換決定に向けた準備会合と位置づけられ、例えばフォワード・ガイダンスの変更や政策変更に向けた検討を事務方に指示するなど、先行きの政策変更について何らかの示唆が行われる可能性もあった。だが、このところの景気指標全般の軟化や物価の下振れ、さらには貿易戦争を巡る警戒の高まりもあり、理事会を前にこうした観測は大きく後退。26日の理事会の争点は、政策変更の地ならしから足元の指標軟化の評価へと移っていた。

実際、理事会後の記者会見でドラギ総裁は、今回の理事会では「金融政策そのものについては議論しなかった」ことを明かし、協議の中心がこのところの景気指標の軟化をどう評価することであったことを示唆した。総裁は、景気指標の落ち込みが過去の平均を上回る水準で安定してきており、落ち込みが始まる前の経済成長率が極めて強かったため、ある程度の正常化が想定されていたと指摘。また、一部の国での季節外れの寒波やストライキ、イースター休暇時期のズレなど、一時的な要因も予想以上の落ち込みをもたらしているとの認識を示唆した。そのうえで、建設業などの人手不足による供給サイドの要因に加えて、製造業や資本財セクターでの受注残減少など需要サイドの要因も落ち込みの背景にあることを示唆。こうした認識に基づき、全般的な景気が堅調で幅広い成長を維持しており、上振れ・下振れのリスク判断がバランスしているとしたが、保護主義を始めとしたグローバルなリスクにより晒されていると指摘。今のところ指標軟化は正常化の範疇で一時的な要因も影響しているとの認識だが、状況の監視が必要であるとの

警戒姿勢も滲ませた。近く政策決定が必要な時期に差し掛かっている今回の理事会で金融政策が議論されなかったのは驚きとの記者の質問に対しては、年明け以降の景気状況をどう評価するかが次のステップを決定するうえで重要であると説明。注意深い評価、状況の監視、新たな情報の入手が何れも次の決定にとって重要な要素になると指摘した。今後の金融政策についての新たなヒントとなりそうな踏み込んだ質問や言及はなかった。

ECBはこのところの景気指標の軟化に警戒姿勢を滲ませつつも、今のところ一時的な要因による下振れとこれまでの高成長からの正常化の範囲内と判断している。こうした認識は筆者も共有しており、①10月以降に段階的な資産買い入れの縮小を開始、②年内に新規の買い入れを終了、③その後も満期を迎えた保有債券の再投資を継続、④来年半に初回利上げを開始するとの金融政策見通しを維持する。今回の理事会で政策決定に向けた地ならしがなかったことや、6月14日の次回理事会までに新たに入手可能な経済指標が限られているため、公表される経済指標が大幅に反発しない限り（特に重要なものとして、4・5月の消費者物価、5月PMI、5月I f o）、10月以降の資産買い入れ方針を決定するのは、7月26日の理事会に先送りされる可能性が高まった。ECBや当社の判断が外れ、向こう数ヶ月の景気指標が一段と落ち込む場合、ECBは難しい判断を迫られる。景気指標の落ち込みが続き、景気が本格的な減速局面や後退局面に入ったと判断されれば、10月以降の資産買い入れ継続やテーパリング期間の長期化が必要となる。その場合、資産買い入れ終了から相当な期間を経て、政策金利を引き上げる従来からのフォワード・ガイダンスを前提にすれば、利上げ時期も来年後半以降に後ズレを余儀なくされる。

以上