

# EU Trends

## ECBの出口は恐る恐る

発表日：2018年6月15日(金)

～条件付きで年内の資産買い入れ終了を決定～

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10月以降の資産買い入れ規模を150億ユーロに減額したうえで、12月末に終了する方針を決定。但し、今後の状況次第で再修正する余地を残している。このタイミングで買い入れ終了を決定しつつ、不確実性に備えた柔軟性を確保したことで、理事会内のハト派とタカ派の双方を納得させた形。
- ◇ 利上げ時期についても、「買い入れ終了から半年後＝2019年央頃」が従来のコンセンサスとなっていたが、今回の決定では「少なくとも2019年の夏中は政策金利を据え置く」との新たな方針を発表。物価動向次第で更なる先送りする余地もある文言で、初回利上げは最短で来年10～12月期となりそうだ。
- ◇ 買い入れ終了決定は、物価の中期的な安定目標達成に自信を深めていることが背景。最近の経済指標の弱さも、一時的な要因や供給制約によるものとの見解を示唆しているが、貿易戦争への脅威など不確実性に配慮せざるを得ないジレンマも窺える。

ECBは14日の理事会で、条件付きで資産買い入れプログラム（APP）を年内に終了することを決定、新規の買い入れ終了後も当面は再投資を継続することと、少なくとも2019年夏中は利上げをしない方針を明らかにした。主な内容は以下の通り。

### 【資産買い入れ】

資産買い入れプログラムについては、月額300億ユーロの買い入れを9月末まで続ける。その後は、今後の経済データが中期的な物価見通しを裏付けることを条件に、買い入れ規模を月額150億ユーロに縮小したうえで12月末まで継続し、そこで新規の買い入れを終了すると予想する（anticipate）。従来の方針は、月額300億ユーロの買い入れを少なくとも9月末まで、必要に応じてその後も継続する意図（intend）を示唆していた。

今回、短期間のテーパリングの後に年内に買い入れを終了する方針を決定したが、それは今後の経済データ次第の予想であるとしてもしており、状況に応じて方針を再修正する余地を残している。さらに、理事会後の記者会見の中でドラギ総裁は、資産買い入れプログラムは年末に終了した後も、金融政策手段の1つであり続けると言及した。今後の買い入れ再開や、次の景気後退期に新たな買い入れ策を開始する可能性があることを示唆した。また、150億ユーロに減額後の買い入れ構成を変更するかについては明らかにされていない。10月以降の買い入れ実績から事後的に確認する必要がある。

## 【再投資】

資産買い入れプログラムの下で購入した資産の満期償還元本の再投資については、新規の買い入れ終了から相当な期間、良好な流動性環境と十分に緩和的な金融環境を維持するうえで必要な限り、継続するとの従来の方針を改めて約束した。

具体的にどの程度の再投資期間を想定しているのかは現時点で不明。ドラギ総裁は、そうした検討はまだ行われていないが、重要な決定であり、将来の理事会で議論するとした。また、再投資時に買い入れ構成を見直す可能性があるかについての示唆はなかった。

## 【初回利上げ】

政策金利に関するフォワード・ガイダンスについては、年内の買い入れ終了方針を決定したことに伴い変更した。従来は、資産買い入れプログラムが終了した後も相当な期間、政策金利は現状の水準にとどまる見通しであるとしていた。新たな方針では、「少なくとも2019年の夏中は(at least through the summer of 2019)、さらにその後も今後の物価の動きが持続的な物価の調整経路に関する現在の見通しに沿った展開であることが確実になるまでは、政策金利は現状水準にとどまる見通しである」とのものに変更した。

記者会見では「2019年の夏中」が具体的に何月の会合が含まれるのかを尋ねる質問が数多く出たが、ドラギ総裁はこの点に関して、2019年9月を含むか明言できるのであれば、そのように書いた筈であると言及。初回利上げの開始が今後の物価経路に依存するものであることや、見通しの不確実性が増していることを理由に、厳密な時期を特定するのではなく、大まかな時期を示したと説明した。初回利上げの具体的な時期については今回の理事会で議論していないことも明かした。

ちなみに、2019年に金融政策を決定する理事会は、1月24日、3月7日、4月10日、6月6日、7月25日、9月12日、10月24日、12月12日の計8回。夏中は政策金利を現状の水準にとどめるとすれば、初回利上げは最短で9月12日か10月24日となるが、9月12日が夏に含まれるかどうかは微妙なところだ(記者会見でも質問が出たが、明言しなかった)。敢えて曖昧な表現をしたことは、今後のデータ次第で9月12日の利上げ開始もあり得ることを意味する。他方で、初回利上げのように重要な政策変更は、スタッフ見通しの発表月に決定される可能性が高い。9月12日が夏に含まれるのであれば、次の10月24日ではなく、12月12日まで初回利上げが見送られる可能性も出てくる。

理事会前の市場参加者の初回利上げ時期のコンセンサスは2019年央頃、四半期別には4～6月期に比べて7～9月期が僅かに優勢だったように思われる。理事会の決定後に大幅なユーロ安が進行したことからも、初回利上げの時期が最も早くて来年7～9月期、より確率が高い可能性として来年10～12月期に後ずれするとの見方が広がった可能性がある(その後に発表された米国の小売売上高統計が上振れしたこともユーロ安に拍車を掛けた)。

## 【6月の決断】

理事会直前のプラート理事の発言で(詳細は6月7日付けのレポート「[ECBの緩和縮小：6月決定説が急浮上](#)」を参照されたい)、俄かに6月の理事会で買い入れ終了を決定するとの見方が浮上したが、その後に発表された経済指標が低調だったこともあり、今後の指標を見極める観点から、市場参加者の間では7月まで決定を先送りするとの見方が優勢だったように思われる。このタイミングで年内の買い入れ終了を決断し、ただそれを条件次第としたことで、理事会内のタカ派とハト派の双方を納得させたものと考えられる。

ドラギ総裁によれば、今回の決定は細部にわたって全会一致だったとのこと。また、テーパリングの他の選択肢(300→200→100億ユーロと段階的に減額していく、3ヶ月ではなく6ヶ月の買い入れ延長など)については議論しなかったとのこと。ECBや各国中銀の事務方スタッフが理事会に先駆けて念入りに準備を

し、理事会の討議でのコンセンサス形成は容易だったとの内幕も明かした。このことから、金融政策を提案する立場にあるプラート理事が7日に発言した段階で、ECB内のコンセンサスはある程度出来上がっていた可能性がある。理事会での決定を見越した地ならしを意図したものだったのだろう。

#### 【SAPI 検証】

資産買い入れの終了を決断した背景としては、物価が中期的な安定目標の達成に向けた持続的な調整に向けて前進している（SAPI：sustained adjustment in the path of inflation）と判断したと説明。それを判断する3条件については、①各種の物価見通しを検証し、デフレリスクが高まった2015年などと比べて、物価見通しが大幅に改善しており（図表1）、物価が中期的な目標に向かって収斂している（convergence）、②様々な期待インフレ率の推移から、インフレ期待がアンカーされており、物価が中期的な目標に到達するとの確信（confidence）が高まっている、③こうした物価見通しの収斂が自律的なものであるかの復元力（resilience）を確認したと説明している。

ただ、今後も大幅な金融緩和が必要であることも示唆しており、その手段として、年末までの資産買い入れ継続、その後の再投資、政策金利に関するフォワード・ガイダンスの3つをあげた。そのうえで、中期的な物価目標の持続的な達成に必要な場合には、こうした政策ツールを変更する準備があることも示唆した。

#### 【最近の景気減速】

足元の景気減速については、昨年の持続不可能な高成長からの減速であり、地政学的な不確実性の高まりや、幾つかの一時的な要因、さらには供給制約に起因するものであると説明した。減速後の景気も力強いが、同時に不確実性が増していることも示唆した。また、見通しの前提のカットオフ日以降の経済データからは、一部の国で4～6月期入り後も景気の弱さが示唆されるとし、見通し対比で景気が下振れする可能性に言及した。

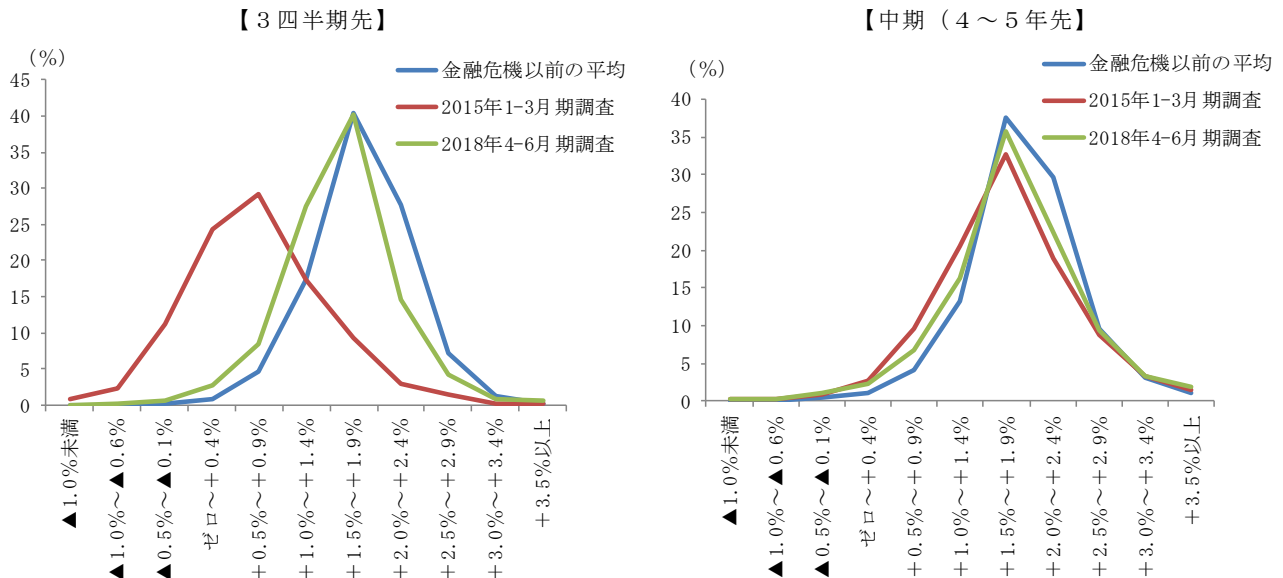
貿易戦争による経済への悪影響については、既に発表された通商措置のみ見通しに織り込んでいるが、その直接的な影響はそれほど大きくないと説明。まだ決定していない報復措置などが含まれていないうえ、マインドへの悪影響に警戒が必要とした。

イタリアの政治混乱とユーロ離脱の可能性については、ユーロの不可逆性を強調。最近の金融市場のボラティリティが高まっていることを注視するとしながらも、過去の緊張時に比べて金利の上昇は限定的で、他国への波及もほとんどない、ユーロ解体のリスクもみられないとした。

#### 【スタッフ見通し】

新たに発表されたECBスタッフ予想は、3月時点の予想と比べて、ユーロ圏の実質GDP成長率が2018年に2.4%から2.1%に下方修正、2019年が1.9%、2020年が1.7%で据え置かれた（図表2）。2018年の下方修正は主に1～3月期の実績値の下振れによるもので、2019～20年の見通しが据え置かれたことから、ECBが足許の下振れを一時的な要因によるものと判断していることが分かる。消費者物価（統一基準）の見通しは、2018年が1.4%から1.7%に、2019年が1.4%から1.7%にともに上方修正され、2020年が1.7%で据え置かれた。原油先物価格に基づく原油価格の想定が予測期間を通じて上方修正されたことが物価見通し変更の主因。ただ、エネルギーを除く消費者物価の見通しも小幅上方修正されており、賃金上昇率の加速などを反映したものと考えられる。

(図表1) ECBの予測専門家調査に基づくインフレ率予想の確率分布



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スタッフによる経済見通しの新旧比較

【実質GDP成長率】				
	今回（2018年6月）		前回（2018年3月）	
2018年	+2.1%	(+1.8～+2.4%)	+2.4%	(+2.1～+2.7%)
2019年	+1.9%	(+0.9～+2.9%)	+1.9%	(+0.9～+2.9%)
2020年	+1.7%	(+0.6～+2.8%)	+1.7%	(+0.7～+2.7%)

【消費者物価】				
	今回（2018年6月）		前回（2018年3月）	
2018年	+1.7%	(+1.6～+1.8%)	+1.4%	(+1.1～+1.7%)
2019年	+1.7%	(+1.0～+2.4%)	+1.4%	(+0.6～+2.2%)
2020年	+1.7%	(+0.9～+2.5%)	+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6月）		前回（2018年3月）	
2018年		+1.1%		+1.1%
2019年		+1.6%		+1.5%
2020年		+1.9%		+1.8%

【ブレント原油（\$/b）の前提】				
	今回（2018年6月）		前回（2018年3月）	
2018年		74.5		65.0
2019年		73.5		61.2
2020年		68.7		58.3

【USD/EUR為替の前提】				
	今回（2018年6月）		前回（2018年3月）	
2018年		1.20		1.23
2019年		1.18		1.24
2020年		1.18		1.24

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

以上