

## ECBの一足早い夏休み

発表日：2018年7月27日(金)

～買い入れ構成見直しを否定、「夏中」のヒントはなし～

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は前回6月の理事会で金融政策の正常化に着手することを決定。当面は政策の枠組みやフォワード・ガイダンスの大きな変更が予想されず、今回の理事会も「ノーイベント」に終わった。ドラギ総裁は、一部で観測が浮上していた再投資時の買い入れ構成見直しの検討を否定。初回利上げ時期を巡って「夏中」が具体的にいつを意味するかについても、新たな手掛かりは得られなかった。

ECBは前回6月の理事会で、年内の資産買い入れ終了と当面の再投資継続、少なくとも2019年の夏中は利上げをしない方針を決定したばかり。今回の理事会での注目点は、①再投資時の買い入れ構成の見直しがあるか、②初回利上げ時期を巡って「夏中」についての踏み込んだ説明があるか、③貿易戦争に対する評価を含めた景気認識のアップデートなど。理事会後の記者会見でのドラギ総裁の主な発言は以下の通り。

### 【再投資時の買い入れ構成見直し】

ECBが再投資時の買い入れ構成の見直しを検討しているとの事前報道もあり、この点に関する質問が多かった。米FRBは過去に短期国債売りと長期国債買いを組み合わせたツイストオペを実施。ECBも同様のオペで資産買い入れ終了時の長期金利上昇を抑制するとの見方や、一部国債の買い入れ予定額の達成が困難となっている事態を受け、再投資時にECBの資本金構成比に応じた買い入れの見直しに動くとの観測が一部で浮上していた。ドラギ総裁は、①今回の理事会で再投資について議論しなかったこと、②いつ再投資に関する議論を開始するかの検討もしなかったこと、③資本金構成比が再投資時の行動の礎（アンカー）となること一を明かした。こうした総裁の発言からは、買い入れプログラムの制度設計を根本的に見直すのではなく、資本金構成比からの一時的な逸脱と柔軟な時間管理（満期を迎えた証券の再投資実施までに3～6ヶ月程度の猶予）を通じて、再投資を継続する方針が窺える。

### 【利上げガイダンスの補足説明】

前回理事会で導入した「少なくとも2019年夏中は政策金利を据え置く」とのフォワード・ガイダンスを巡っては、「夏中」が具体的にいつを指すのかを巡って市場参加者の間で解釈が割れている。しかも、前回理事会で公表した英語以外の声明文の訳語が（EU諸機関の公式文書は域内の全公用語に翻訳される）、当初発表されていたものから微修正されていたことが、メディア報道などで発覚。こうした質問に答えたドラギ総裁は、理事会の討議は英語で行われ、理事会の合意内容は英文テキストに基づくものであると説明した。なぜ英語以外の言語の当初の表現が英文のニュアンスと微妙に異なっていたのか、「夏中」が「夏まで」を意味するのか、それとも「夏が終わるまで」を意味するのかなど、踏み込んだ言及はなかった。また、理事会内の一部のタカ派メンバーから、新たなフォワード・ガイダンスが長期間の金利据え置きにコミットし過

ぎているとの不満の声が浮上しているとの観測報道もある。だが、ドラギ総裁の発言からは、理事会の中心メンバーの間で、この時点で金融市場での初回利上げ時期を巡る期待を大きく修正する意図はなさそうだ。

#### 【景気認識のアップデート】

声明文では、景気見通しに関するリスクが概ねバランスしていることや、グローバル要因に起因する不確実性、なかでも保護主義の脅威が顕著であるとの従来の判断を維持した。そのうえで、4-6月期入り後も一部で景気指標の弱さが続いているが、ほぼ全ての指標の落ち込みが沈静化してきたと評価し、ユーロ圏全域で賃金上昇が加速傾向にあるなど、景気認識についてややポジティブなトーンも目に付いた。なお、米国とEUは25日、新たな貿易交渉を開始すること、EUが米国産の液化天然ガスと大豆輸入を拡大すること、自動車を除く工業品の関税を引き下げること、交渉中は新たな関税を導入しないこと一で合意した。こうした合意内容を理事会で討議したかを問われたドラギ総裁は、事態を注視しているが、詳細な内容が分からない現段階で評価するのは早計であると回答した。米欧間の貿易戦争の脅威に起因した企業マインドの一段の冷え込みがまだ軽微なこの段階で、報復合戦や緊張がエスカレートする事態をひとまず回避できそうだ。政策正常化に着手したECBも、胸を撫で下ろしているのではないだろうか。

以上