

## ECBとBOEの出口とリスク耐性

～両中銀ともに自動運転を継続中～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL: 03-5221-4527)

◇ 13日に結果が判明したECBとBOEは何れもノーイベント。ECBは6月に決定した通り、10月以降に資産買い入れの規模を半減、原則として12月末で新規の買い入れを終了する。新規の買い入れ終了後も当面は再投資を継続、再投資時の買い入れは資本金構成比を維持、オペレーション・ツイストの可能性については明言を避けた。来年の夏中は利上げをしないとのフォワードガイダンスも変更せず、利上げ時期を巡る市場誘導発言もなかった。対するBOEは前回8月会合で追加利上げを決定した直後なうえ、来年3月末に英国のEU離脱日程を控え、追加利上げ判断を急ぐ気配はない。両中銀ともに、貿易戦争の脅威や新興国の動揺をリスク要因としながらも、直接的な影響は軽微と判断している。

欧州中央銀行（ECB）は6月の理事会で、月額300億ユーロの資産買い入れを10月から月額150億ユーロに減額したうえで、今後の経済データが中期的な物価見通しに即している限り、12月末に新規の買い入れを終了する方針を決定。10月を目前とした13日の理事会では、改めてこの方針を確認。同時に発表された四半期毎のスタッフ見通しでは、2018・19年の成長率見通しを僅かに下方修正したが（20年は据え置き）、18-20年の物価見通しを堅持した（表）。ドラギ総裁は、足元で経済データの一部が軟調に推移しているが、昨年の持続不可能な高成長から巡航速度に減速していると判断。保護主義の脅威、新興国の動揺、金融市場のボラティリティの高まりに起因するリスクが高まっていると指摘したが、これまでのところユーロ圏経済への影響は限定的。一部の国で過去よりやや拡張的な財政運営が行われる可能性もあり、先行きの景気のリスクバランスが均衡しているとの判断が理事会の総意であることを明かした。雇用増加や賃金上昇など家計を取り巻く良好な環境、緩和的な金融環境に支えられた設備投資の増加を背景に、足元の減速や上記のリスク要因が、中期的な物価見通しや資産買い入れの終了時期の変更を迫るものではないと判断しているようだ。

再投資の方針については、従来通り、新規の買い入れ終了後も相当な期間、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のに必要な限り、満期償還を迎えた保有資産の再投資を通じてバランスシート水準を維持することを約束している。再投資時の買い入れ構成の見直し観測も断続的に浮上しているが、ドラギ総裁は今回の理事会で再投資に関して議論しなかったと紹介。再投資時に償還年限の異なる資産に投資するオペレーション・ツイストについても議論しなかったと明言した。ただ、新規の買い入れ終了時期が近づいているため、年内の理事会（10月か12月）で再投資の具体的な方針を検討する必要があることを認めたほか、関連部局で技術的な詳細が検討されていることと、再投資時も資本金構成比に応じた買い入れとなる基本原則が理事会内で広く支持されている（I believe the Governing Council would be pretty unanimous on that）ことを明かした。

初回利上げ時期を巡るフォワードガイダンスは従来方針から不変。すなわち、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としている。

イタリアの新政権の財政運営を巡っては、政権の関係者による発言が借入れ金利の上昇などの悪影響を及ぼしている一方、他のユーロ圏諸国への波及がほとんどみられないと指摘。資産買い入れの終了がイタリアの国債市場の緊張をもたらす点について問われたドラギ総裁は、ECBの政策目標がユーロ圏の中期的な物価安定であり、資産買い入れもその目標を達成する手段であると指摘。イタリア救済を目的とした政策判断を行う意図がないことを間接的に示唆した。

(表) 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9月)		今回 (2018年6月)	
2018年	+2.0%	(+1.8~+2.2%)	+2.1%	(+1.8~+2.4%)
2019年	+1.8%	(+1.0~+2.6%)	+1.9%	(+0.9~+2.9%)
2020年	+1.7%	(+0.6~+2.8%)	+1.7%	(+0.6~+2.8%)

【消費者物価】

	今回 (2018年9月)		今回 (2018年6月)	
2018年	+1.7%	(+1.6~+1.8%)	+1.7%	(+1.6~+1.8%)
2019年	+1.7%	(+1.1~+2.3%)	+1.7%	(+1.0~+2.4%)
2020年	+1.7%	(+0.9~+2.5%)	+1.7%	(+0.9~+2.5%)

【食料とエネルギーを除く消費者物価】

	今回 (2018年9月)		今回 (2018年6月)	
2018年		+1.1%		+1.1%
2019年		+1.5%		+1.6%
2020年		+1.8%		+1.9%

【ブレント原油 (\$/b) の前提】

	今回 (2018年9月)		今回 (2018年6月)	
2018年		71.5		74.5
2019年		71.7		73.5
2020年		69.0		68.7

【USD/EUR為替の前提】

	今回 (2018年9月)		今回 (2018年6月)	
2018年		1.18		1.20
2019年		1.14		1.18
2020年		1.14		1.18

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

同日に結果が判明した英イングランド銀行（BOE）の金融政策委員会（MPC）では、政策金利を0.75%に維持することを全会一致で決定した。再利上げを決定した前回8月のMPC以降に明らかとなったニュースフローは限定的。成長率や賃金上昇率が8月の物価レポートの想定をやや上回った一方で、物価や輸出関連のデータがやや下振れ、8月時点の見通しに概ね沿った展開と判断している。BOEが見通しの前提とした市場金利に基づく政策金利のパスは、年1回0.25%ポイント程度の緩やかな利上げを想定し、予測期間の最終期（2021年末）で1.15%にとどまる（0.25%ポイント刻みで2回近くの利上げ）。その間に予想される英国経済の成長ペースは、歴史的にみれば緩やかものにとどまるが、下方屈折した供給能力（潜在成長率、BOEは現在1.5%程度と推計）を上回る。失業率は一段の低下が予想され、経済の未利用資源（スラック）の縮小が続き、予測期間中に需給ギャップがプラスに転じる。物価は予測期間を通じて2%の目標をやや上回り続けるとし、BOEは僅かながら市場金利が織り込む以上の利上げが必要になると判断している。こうした見通しに対するリスク要因として、英国のEU離脱協議に対する不透明感の高まり、トルコやアルゼンチンなど新興国の動揺の波及、米中間の保護主義的な動きによる世界経済の下押しを指摘した。

なお、これまでMPC内で利上げ議論を先導してきた最タカ派のマッカファティー委員が8月末で退任し、今回のMPCから生産性に関する研究業績の多い経済学者ハスケル氏が新たに加わった。マッカファティー委員と比べればハト派に位置する可能性が高いが、現時点でハスケル委員の金融政策に関する見方は不明。また、来年3月末のEU離脱時の万が一の事態に対処するため、カーニー総裁の任期が2019年6月から2020年1月に延期された。

以上