EU Trends

発表日:2019 年 1 月 25 日(金)

ECB:名誉ある撤退に向けた第一歩

～景気判断を下方修正、ガイダンス修正は見送り～

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)

◇ 弱い経済データが続いており、ＥＣＢは24日の理事会で景気のリスク判断を、従来の中立から下振れ方向に下方修正した。夏の間は利上げをしないとのフォワード・ガイダンスは維持したが、ドラギ総裁は年内の利上げ開始が難しいとの金融市場の判断を軌道修正しなかった。また、銀行の利ザヤ圧迫を解消するための利上げ開始も示唆せず。このまま景気指標の下振れが継続すれば、３月や６月の理事会で何らかのガイダンスの見直しが必要になりそうだ。

昨年末に新規の資産買い入れを終了したＥＣＢは、少なくとも夏の間は政策金利の据え置きを約束しており、24日の理事会でも金融政策の変更は予想されていなかった。ただ、このところの景気指標の一段の下振れを受け、景気のリスク判断の下方修正や先行きの利上げ開始時期を巡るトーンの変化に注目が集まっていた。

理事会後の記者会見でドラギ総裁は、景気の現状認識、なぜ経済データが弱いのか、景気の弱さがいつまで続くかなど、経済情勢を評価するのが今回の理事会の中心議題であったことを明かした。理事会の検討によれば、外需の弱さ、不確実性の高まり（保護主義、多国間主義、ブレグジット、各国の政治動向）などの要因が景気の下振れに作用している。加えて、特定の産業や国に固有の要因として、中国景気の減速、米国の財政政策の効果減退、ドイツの自動車産業が直面する課題（新排ガス規制対応の遅れ）などの影響があったと指摘した。

ドラギ総裁は不確実性が継続していることを懸念し、こうした状況が続けば景気停滞が長期化する可能性があると指摘した。他方、輸出環境を巡る不透明要素が薄れれば、このところの景気の弱さの多くは解消されるとも述べた。理事会内では、こうした減速要因の多くに各当局が何らかの対応を行っており、景気下振れは早期に解消するとの見方と、数四半期にわたって弱い経済データが続いており、景気減速が長期化するとの見方に分かれていることを明かした。

ＥＣＢは従来上振れ・下振れが拮抗しているとしてきた景気のリスク判断を、今回、下振れ方向にあると改めた。ドラギ総裁によれば、景気認識の弱さとリスク判断の下方修正したこと、労働市場の改善と緩和的な金融環境を背景に景気後退のリスクが小さいとの認識は、いずれも理事会の総意であったとのこと。そのうえで、リスク要因がどの程度マインド下押しに働くかを巡っては、もう少し時間を掛けて評価したいとし、新たなスタッフ見通しが発表される３月の理事会で検討する方針を明かした。

足許の景気指標の減速とリスクバランスの下方修正にもかかわらず、ＥＣＢは中期的な物価が目標水準に向かって収斂していくことに対する自信を失っていないとの立場を維持している。景気拡大が持続し、賃金上昇が加速しているため、企業も何れ価格転嫁を始めることがその背景にある。景気回復で先行する米国でも、賃金上昇が物価上昇につながっていないとの質問に対してドラギ総

裁は、米国でも賃金上昇が物価上昇に波及するまでには数年単位の時間が掛かったと説明した。

景気のリスク判断を引き下げたものの、ＥＣＢは今のところ、夏の間は利上げをしないとのフォワード・ガイダンスを維持している。先物金利などが年内の利上げを想定していないことに対してドラギ総裁は、それが「少なくとも夏の間は、その後も必要な限り、政策金利を据え置く」とのガイダンスに対する金融市場の評価であると発言。利上げ開始が来年以降に後ずれするとの金融市場の受け止めを否定しなかった。このまま軟調な景気指標が続けば、景気・物価見通し発表月の３月や６月にも、ガイダンスの何らかの見直しが必要となりそうだ。利上げ見通しを撤回しないことを前提にすれば、政策金利の据え置きを約束する「夏の間は」の文言を「秋の間は」や「年内は」に変更したり、「夏の間は」を丸ごと削除することなどが考えられる。

マイナス圏にある下限の政策金利（預金ファシリティ金利）が銀行収益を圧迫しているとの懸念に対しては、マイナス金利が効果的な政策であったと発言、緩和的な金融環境による景気押し上げの効果の方が、利ザヤ圧迫による銀行収益に対する悪影響を上回るとの認識を改めて表明した。前回理事会での発言がマイナス金利政策による銀行収益への悪影響を懸念したとの受け止めも一部に広がっていたが、銀行部門への配慮を理由に利上げを開始するシグナルは送らなかった。

償還期限が近づく銀行への低利での資金供給（TLTRO）の追加実施に関しては、前回理事会同様に、複数の理事会メンバーが問題を提起したが、いかなる議論も決定も行われなかった。

景気の下振れリスクが高まるなか、先行きの景気後退時のＥＣＢの政策対応余地を不安視する質問も相次いだ。ドラギ総裁は、資産買い入れの再投資、フォワード・ガイダンス、新たな資産買い入れ、TLTROなど、あらゆる政策ツールを活用する準備があることを繰り返し強調した。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。