

## ドラギ総裁の最後の大仕事

～先手必勝の賭けは吉と出るか凶と出るか～

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)

◇ このところの景気下振れを受けてECBの景気・政策判断が注目された7日の理事会では、市場の事前予想を上回るタイミングでの、フォワード・ガイダンスの見直しと長期資金供給オペの追加実施を同時に決定。ドラギ総裁らしい果敢な対応は評価できるが、先手必勝で実行しやすい政策メニューを早々に出してしまった点は気掛かり。今回の政策対応後も、ECBは景気のリスク判断を下振れ方向に維持している。今後も外部環境の悪化が継続したり、景気の下支え要因が崩れる場合、追加的な政策対応の難しさに直面する。緩和長期化により、マイナス金利の副作用への対応も今後必要となる。

ECBは7日の理事会で、金融緩和の強化につながる措置を決定。昨年12月末に新規の資産買い入れを停止し、今年秋以降の利上げ開始を視野に入れるなど、これまで危機時対応から平時対応への段階的な移行を目指してきた。だが、景気の前予想を上回る下振れを受け、年内の利上げ開始を断念し、追加の長期資金供給オペを決定するなど、軌道修正を余儀なくされた。両政策ともに向こう数ヶ月以内の決定が予想されていたものだが、このタイミングでしかも同時に発表する辺りはドラギ総裁らしいサプライズ演出。緩和長期化を意識して進んだユーロ安と金利安が景気の押し上げに働くことに期待したいが、年後半の景気が巡航速度に戻ってくるECBのシナリオが崩れた場合、今後の政策対応に不安を残す。マイナス金利の副作用への警戒が高まるなか、さらなる利下げは難しい。新規の買い入れを終了したばかりの資産買い入れ再開へのハードルも高い。時間条件付きのフォワード・ガイダンスを維持したことで、秋にかけてガイダンスの再修正を余儀なくされる可能性がある。その際に残り少ない手札をどう出すか、10月末に任期を迎えるドラギ総裁を最後の大仕事が残っている。今回の理事会での主なポイントは以下の通り。

### 【金利ガイダンス】

「少なくとも2019年の夏の間は、さらにインフレ率が中期的に2%を下回るがそれに近い水準に持続的に収斂するのに必要な限り、政策金利を現状水準に維持する」との従来の政策金利に関するフォワード・ガイダンスを、「少なくとも2019年末までは、さらにインフレ率が中期的に2%を下回るがそれに近い水準に持続的に収斂するのに必要な限り、政策金利を現状水準に維持する」に変更し、年内の利上げ開始を断念した。

(コメント) 時間条件と状態条件を組み合わせたフォワード・ガイダンスを維持したうえで、時間条件を長期化した。先物金利などでみて既に理事会前の段階で年内の利上げ観測は皆無だった。その意味では現状追認型の決定に過ぎないが、このタイミングでのガイダンス見直しは市場の予想を

上回るもの。筆者も夏の終わりまでにはまだ時間があり、残り少ない手札を温存する観点から、今回の理事会での決定は見送り、次のスタッフ見通しの発表月である6月の理事会での変更を予想していた。ドラギ総裁は、見通しの悪化と不確実性の継続を理由に、事後的に行動するよりも事前に行動することを選択したと説明。後述するTLTRO3の追加実施も含めて、今回の決定は全会一致だったことを明かしたが、何人かの政策メンバーは金利ガイダンスをさらに長く2020年3月までに変更することを提案し、別の何人かはマイナス金利の長期化による副作用を警戒した模様。短期間でのガイダンスの再修正を余儀なくされかねない時間条件を削除する選択肢もあった筈だが、マイナス金利長期化の副作用が意識されることを警戒してか、時間条件を削除することはしなかった。

### 【再投資ガイダンス】

「利上げを開始してから相当な期間が経過するまでは、さらに良好な流動性環境と潤沢な金融緩和を維持するのに必要な限り、資産買い入れプログラムで購入した証券の満期償還分と同額の再投資を継続する」との再投資に関するフォワード・ガイダンスを維持。

(コメント) 再投資のガイダンスの文言は従来通りだが、金利ガイダンスと連動しているため、再投資の継続期間の長期化を約束し、緩和的な効果が期待できる。

### 【TLTRO3】

2019年9月から2021年3月までの計7回四半期毎に貸出条件付きの長期流動性供給オペ（TLTRO3）の開始を決定。各行は2019年2月28日時点の対象貸出残高の30%を限度に新たなオペを利用可能。満期4年のTLTRO2に対して、TLTRO3は満期2年。貸出条件を満たした銀行に適用される金利は、TLTRO2がオペ実施時の預金ファシリティ金利（現在▲0.40%）であったのに対して（貸出条件を満たさない銀行は主要政策金利）、TLTRO3はオペ期間中の主要政策金利（現在ゼロ%）の加重平均値。前回と比べて利用条件はやや厳しくなる。制度設計の詳細は後日発表される。

(コメント) TLTROはバーゼル規制の安定調達比率（NSFR）の計算に算入可能な長期資金だが、償還までの残存期間に応じて組み入れ比率が変わってくる。残存期間が1年以上で100%、1年未満が50%、6ヶ月未満がゼロ%。TLTRO2の初回利用分の満期は2020年6月24日。今年の6月25日以降は組み入れ比率が100%から50%になり、規制要件を満たさなくなる銀行は、TLTROよりも割高な市場調達で長期資金を確保する必要を迫られる。こうした規制上の要請から、6月までにTLTROの追加実施が決定されるとの見方がコンセンサスとなっていた。新たなオペの開始がなぜ6月ではなく9月なのかは定かでない。規制対応での銀行への救済措置ではないとのメッセージなのか、監督当局を兼ねるECBが規制上の柔軟性を認めるメッセージなのか、特段の説明はなかった。今回の理事会に先駆けて複数のECB高官からTLTRO3の検討を本格化する趣旨の発言が聞かれたが、その後に決定を急ぐ訳ではない趣旨の火消し発言があったこともあり、今回は議論の開始にとどめるとの見方がコンセンサスとなっていた。筆者自身は景気見通しの下方修正に応じた何らかの政策対応が必要だが、残り少ない手札を温存する観点から、3月のTLTRO決定の可能性もあるとみていた。TLTROの決定はその通りだったが、同時にフォワード・ガイダンスの見直しを決定した点はサプライズ。ド

ラギ総裁らしく、必要に応じて果敢に行動する点はポジティブ。ただ、これで決定が比較的容易な政策ツールを出し尽くした感もあり、景気が一段と下振れした際の政策対応余地に不安を覚える。特に今年10月末にドラギ総裁が任期を迎え、まだ決まっていない新しい総裁が就任する。追加の政策対応のハードルの高さに加えて、次期総裁の政策手段を縛ることがないようにとの配慮から、年央から秋にかけて景気が浮揚してこなかった場合の初動が遅れる恐れがある。

#### 【固定金利・全額供給方式の資金供給】

入札結果に応じてあらかじめ決められた金額を変動金利で供給するのではなく、銀行の資金要請に応じて全額を政策金利に連動した固定金利で供給する危機時対応を、2021年3月の積み期間終了時まで継続することを約束。

(コメント) 緩和環境が長期化することを約束。

#### 【スタッフ見通し】

四半期毎に発表されるECBの事務方スタッフが作成する景気・物価見通しは、予測期間を通じて全般に下方修正された(表)。足許の景気指標の下振れを受けて、2019年の実質GDP成長率見通しが前回(昨年12月)の1.7%から今回1.1%に大幅下方修正。2020年も前回1.7%から今回1.6%にやや下方修正。2021年は1.5%で不変。四半期毎の成長率の想定は、今がボトムで年後半には巡航速度に復帰する姿を描いている。インフレ率の見通しは、ヘッドラインと米国型コア(食料・エネルギーを除く)ともに、2020年と2021年が0.2%ポイントずつ下方修正された。先物価格に基づく原油価格の前提が下方修正された面もあるが、景気見通し全般が下方修正されたことを受け、賃金上昇率を下方修正したことや賃金から物価への波及経路が弱まることが背景にある。

(コメント) 足許の景気指標の下振れを受けて、2019年の景気見通しを大幅に下方修正したが、労働市場の改善、賃金上昇率の加速、消費の底堅さ、緩和的な金融環境などの下支え要因が継続すること、米FRBの利上げやバランスシート縮小の停止、中国の景気対策など、外部環境を支える政策対応もあり、ECBは近く景気が巡航速度に復帰していく展開を想定している。2019年の大幅下方修正に注目が集まりがちだが、これはゲタの下方修正の影響が大きい。今回の政策決定にもかかわらず、景気のリスク判断を下振れ方向に維持した。ドラギ総裁はこの点について、下振れリスクの多くが外部要因によるもので、ECBの政策決定で軽減できるものではないからと説明した。確かに足元のユーロ圏景気の下振れは、外部環境の悪化と一時的な下押し要因(自動車の新排ガス規制対応の遅れやライン川の水位低下による物流停滞など)が重なったものと判断される。ただ、景気下振れの長期化で、景気を支える雇用判断なども徐々に勢いを失いつつある。今後も外部環境の悪化が続いたり、景気の下支え要因が崩れてくる場合、追加の政策対応が迫られよう。物価見通し全般の下方修正も気掛かりな点だ。予測最終年である2021年の物価見通しは、ヘッドライン・米国型コアともに1.6%にとどまる。ECBの中期的な物価安定の定義が「2%を下回るがそれに近い水準」であることを考えると、1.6%がこうした定義に届くかはギリギリのところだろう。さらなる下押し要因が顕在化した際、無回答ではられない。

### 【マイナス金利の副作用】

ECBは従来、マイナス金利による銀行収益への悪影響の存在を認めつつも、政策効果によるメリットがデメリットを上回ると説明してきた。ただ、次期ECB総裁候補にも名前の上がるフランス中銀のビレロワドガロ総裁など、ECBの高官からも最近、マイナス金利の副作用を警戒する発言が出始めている。

(コメント) マイナス金利の適用範囲を限定するティアリングなどが検討課題となるが、今回の理事会で具体的な議論はしなかった模様。ドラギ総裁は、マイナス金利が銀行収益に与える影響は複雑で、銀行のビジネスモデルや他の政策ツールとの相互作用によっても影響の度合いは異なると説明。より詳細な検討が必要であると述べている。来年以降の利上げ開始が見通せない場合、フォワード・ガイダンスの再修正とともに、副作用への対応も検討が必要になるだろう。

(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 (2019年3月)		前回 (2018年12月)	
2019年	+1.1%	(+0.7~+1.5%)	+1.7%	(+1.1~+2.3%)
2020年	+1.6%	(+0.7~+2.5%)	+1.7%	(+0.8~+2.6%)
2021年	+1.5%	(+0.5~+2.5%)	+1.5%	(+0.5~+2.5%)

  

【消費者物価】				
	今回 (2019年3月)		前回 (2018年12月)	
2019年	+1.2%	(+0.9~+1.5%)	+1.6%	(+1.1~+2.1%)
2020年	+1.5%	(+0.8~+2.2%)	+1.7%	(+0.9~+2.5%)
2021年	+1.6%	(+0.8~+2.4%)	+1.8%	(+0.9~+2.7%)

  

【食料とエネルギーを除く消費者物価】				
	今回 (2019年3月)		前回 (2018年12月)	
2019年		+1.2%		+1.4%
2020年		+1.4%		+1.6%
2021年		+1.6%		+1.8%

  

【ブレント原油 (\$/b) の前提】				
	今回 (2019年3月)		前回 (2018年12月)	
2019年		61.7		67.5
2020年		61.3		66.8
2021年		60.6		65.9

  

【USD/EUR為替の前提】				
	今回 (2019年3月)		前回 (2018年12月)	
2019年		1.14		1.14
2020年		1.14		1.14
2021年		1.14		1.14

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

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。

