

ドラギ総裁の置き土産は？

～備えがあると云われても憂いはある～

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)

◇ 不確実性の高まりと長期化を受け、ECBは少なくとも来年前半中の利上げ開始を封印し、不測の事態に備えた追加緩和の可能性と準備を強調したが、政策対応が限界に近づいているとの金融市場の不安を払拭することは出来なかった。追加緩和の手段としては、マイナス金利の副作用軽減と組み合わせた追加利下げ、資産買い入れの再開、フォワード・ガイダンスの再延長、物価目標の非対称性などが検討されている模様。金融市場の督促が続き、ユーロ高圧力が高まる場合、10月末にドラギ総裁が退任を控えていることもあり、ECBは難しい判断を迫られよう。

世界的に追加緩和期待が高まるなかで行われた6日のECB理事会では、政策金利に関するフォワード・ガイダンスの時間軸を6ヶ月延長し、3月に追加実施を決定済みの長期資金供給オペ(TLTR03)の適用金利をやや甘めに設定、不確実性の長期化に備えて追加対応の可能性と準備を強調した。全般にややハト派的な内容だったが、利下げも視野に入れた金融市場の期待には届かず、理事会後にユーロ相場は上昇した。主なポイントは以下の通り。

【金利ガイダンス】

これまで「少なくとも2019年末までは」政策金利を変更しないとのガイダンスを、「少なくとも2020年前半中は、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。ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、不確実性の長期化に備えた措置であると説明した。また、「ECBのフォワード・ガイダンスが利上げ方向にバイアスがあるのでは？」との記者の質問に「違う」と即答。ただ、過去にガイダンスの文言は「政策金利を現状と同等かそれを下回る水準に」とされていたこともあり、文言そのものは記者の指摘通り、利上げ方向にバイアスがある。ドラギ総裁がそれを明確に否定したことからは、文言が変更されなかったものの、理事会内のムードが追加緩和に傾いていることを示唆する。

【TLTR03】

2019年9月から2021年3月までの計7回四半期毎に満期2年で実施することが発表済み。今回は適用金利が発表され、貸出条件を満たさない銀行に対しては、オペ期間中の主要政策金利+10bps、貸出条件を満たした銀行に対しては、その達成度合いに応じて最大で、オペ期間中の預金ファシリティ金利+10bpsまで優遇金利が適用されることが発表された。現在の政策金利に基づけば、▲0.30%～+0.10%に相当する。これは前回の長期資金供給オペ(TLTR02)の▲0.40%～ゼロ%に比べて+10bpsずつ金利が上乗せ。Bloombergの報道によれば、一部の理事会メンバーは前回と同じ金利条件を求めたのに対して、一部のメンバーは上記以上に厳しい金利条件を主張し、結局、中間の

策が選ばれたとのこと。ドラギ総裁はTLTRO3の設計に当たっては、①それが金融機関が規制要件（筆者注：バーゼル規制の安定調達比率）を満たすためのバックストップであること、②キャリー・トレード（筆者注：低利で供給された資金を国債購入に振り向け利ザヤを稼ぐ）に利用されるのではなく、銀行の貸出増加につながることを考慮したと説明した。前回よりもやや条件を厳しくしたもの、このところの景気不透明感も踏まえ、単なるバックストップだけでなく、追加緩和的な要素も期待したものと推測される。

【追加緩和】

従来の声明文にあった「（物価目標の達成に必要であれば）あらゆる政策手段を調整する準備がある」との文言に、「不測の事態が発生した場合に理事会は行動する決意がある」との文言を新たに追加した。ドラギ総裁は今回の理事会で一部のメンバーが、追加利下げ（その後の質問でこれが主要政策金利ではなく、預金ファシリティ金利の引き下げを指すと説明）、資産買い入れの再開、フォワード・ガイダンスのさらなる延長、物価目標を非対称的なものとする（筆者注：現在の「2%をやや下回る」から2%を超過する可能性も許容する）などを提起したことを明かした。不測の事態に備えた追加緩和の議論を開始したことを明らかにし、金融政策の限界論を払拭しようと試みた。ただ、総裁は「同時に財政政策も検討する必要がある、それが基本的な役割を担う」とも発言。金融緩和への過度な期待に釘を刺したことからは、追加対応の難しさも滲み出ている。

【資産買い入れの再開】

ドラギ総裁は仮に資産買い入れを再開する場合の対象資産については言及しなかった。ただ、昨年末に新規の資産買い入れを停止し、相当な買い入れ余地があることや、資産買い入れがECBの金融政策上の目的と責務に合致するとの欧州司法裁判所の判断に言及し、買い入れ再開に障害がないことを示唆した。実際には、新規の資産買い入れ停止後も、満期を迎えた保有資産の再投資を継続している。新規買い入れを停止したことで、買い入れ余地が拡大する訳ではなく、本格的な資産買い入れを再開するに当たっては、対象資産の追加や買い入れルールの見直しが必要になるろう。

【マイナス金利の副作用】

声明文では、現時点ではマイナス金利による金融緩和のプラス効果は、銀行の仲介機能への副作用によって脅かされるものではないとの評価に至ったが、今後も銀行を通じた政策波及経路と軽減措置が必要かを注意深く観察すると言及されている。総裁は今回の理事会で、マイナス金利の長期化とフォワード・ガイダンスの延長により、銀行の貸出を阻害する副作用が生じるかについて長時間議論をしたことを明かした。ECBによれば、個別の銀行で影響を受けるところはあるが、銀行部門全体で見れば、今までのところ副作用は観察されない。ただ、フォワード・ガイダンスをさらに延長したり、追加利下げを行う場合に副作用が生じる恐れもあり、だからこそ声明文で軽減措置について触れたと説明している。

【他の中銀の利下げ】

他国の中銀の利下げがユーロ圏に及ぼす影響について聞かれたドラギ総裁は、質問には直接答え

ずに、このところの金融環境の変化について、株価が下落し、為替が増価したことで、やや引き締めのになったと説明した。今後、FRBが利下げを行った場合、為替を通じたユーロ圏経済への影響を考慮に入れることを暗に示唆したものと思われる。

【期待インフレ】

先物金利が示唆する期待インフレ率が1%台前半に低下しており、記者からはこれを懸念する質問が多く出た。ドラギ総裁は、そうした状況を重く受け止めているが、デフレに陥る確率はゼロ、景気後退の確率も低く、インフレ期待がアンカーされない恐れもゼロと説明した。そのうえで、インフレ期待の低下は欧州以外でも幅広く観察され、グローバルな要因が影響している可能性があると指摘した。

【スタッフ見通し】

ユーロ圏の実質GDP成長率の見通しは、2019年が1-3月期の実績値の上振れもあり、前回3月：+1.1%→今回6月：+1.2%に小幅上方修正された一方、2020年が+1.6%→+1.4%、2021年が+1.5%→+1.4%と小幅下方修正された。ドラギ総裁は、不確実性の高まりと長期化、様々なリスクの存在を認めたが、経済データはそれほど悪くなく、緩やかな景気拡大が続くとの基本シナリオへの信頼は揺らいでいないと説明した。統一基準の消費者物価（HICP）の見通しは、主に原油価格の想定の見直しから、2019年が+1.2%→+1.3%に小幅上方修正、2020年が+1.5%→+1.4%に小幅下方修正、2021年が+1.6%→+1.6%で不変。変動の大きいエネルギーと食料を除いた米国型コアは、2019年：+1.1%→2020年：+1.4%→2021年：+1.6%と徐々に上昇率が加速する姿を想定している。

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。