

ドラギ総裁の置き土産

～7月にガイダンス変更、9月の追加緩和決定か?～

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)

◇ ドラギ総裁は毎年恒例のシントラでの政策フォーラムで、追加緩和の必要性和近い将来の検討開始を強く示唆した。筆者はこれを受け、次回7月の理事会でフォワード・ガイダンスを修正し、9月の理事会で追加緩和を決定すると予想する。追加緩和のメニューは、預金ファシリティ金利の10bps引き下げが有力視される。金利階層化論者のビルロウドガロ仏中銀総裁がドラギ氏の後継総裁に内定していれば、同時にマイナス金利による副作用の軽減措置が導入される可能性が高まる。他方、タカ派のバイトマン独連銀総裁がドラギ氏の後継総裁に内定している場合、ドラギ総裁は自らの任期中に資産買い入れの再開を決定し、後継総裁のタカ派傾斜に待ったを掛けようとする可能性もある。後継総裁人事の行方が、追加緩和メニューにも影響しそうだ。

ドラギECB総裁は18日、毎年恒例となっているポルトガルのシントラでの政策フォーラムで講演し、追加緩和の可能性を示唆した。既に6日の理事会で、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（TLTRO3）の金利条件を発表したが、その際に、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。だが、足元でECBが注目する5年先5年物スワップ金利に基づく期待インフレ率が一段と低下するなど、景気や物価の下振れ懸念が高まっている（図）。ドラギ総裁は18日の講演で、「インフレ目標に向けた持続的な回復が脅かされており、状況の改善がなければ、追加緩和が必要になる」と発言。そのうえで、「理事会は向こう数週間の間に、物価安定に対するリスクの深刻さに応じて、政策手段をどのように適応可能かを熟考する」ことを示唆した。向こう数週間の間にユーロ圏の経済・物価を取り巻く環境が改善する可能性は低く、筆者は7月25日のECB理事会で政策金利に関するフォワード・ガイダンスを修正したうえで、9月12日の理事会で追加緩和を決定すると予想する。

ガイダンスの修正の方法は2通り考えられ、「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束するのに必要な限り、政策金利を現状水準に維持する」との現在の文言から、「政策金利を現状と同等かそれを下回る水準に」変更するのが1つの方法。もう1つは、「少なくとも2020年前半中は」を削除し、時間条件型のガイダンスから状態条件型のガイダンスに変更することが考えられる。7月理事会の時点で追加緩和の選択肢が利下げで固まっていれば、前者の変更が選択される可能性が高い。追加緩和の選択肢がまだ固まっていない場合、後者の変更や追加緩和の検討を開始するといった形での対応となろう。

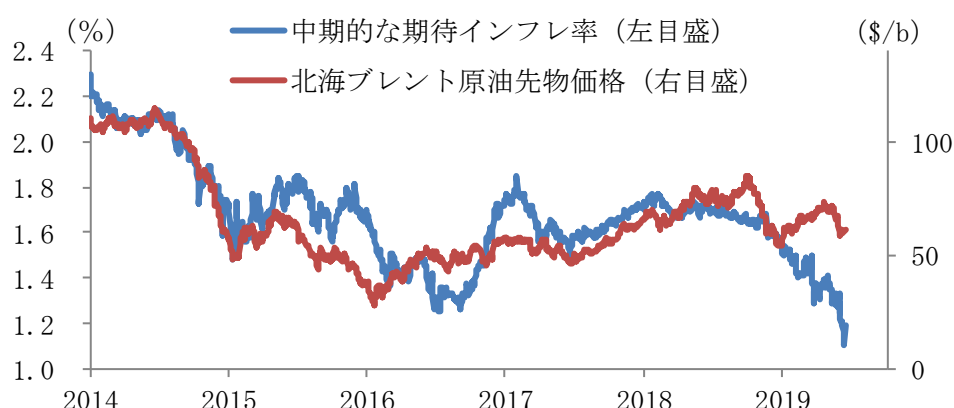
追加緩和の選択肢としては、現在▲0.40%にある預金ファシリティ金利を10bps引き下げるか、昨年末に新規の買い入れを終了した資産購入プログラム（APP）の再開が考えられる。ECBは6日の理事会で、現時点ではマイナス金利による金融緩和のプラス効果は、銀行の仲介機能への副作用によって脅かされるものではないとの評価に至ったが、今後も銀行を通じた政策波及経路と軽減

措置が必要かを注意深く観察する方針を明かしている。追加利下げ時には金利階層化などの副作用軽減措置が検討されようが、短期金利と為替レートの変化を通じた短期的な政策効果を減じる面もあり、この段階での階層化導入は見送られる可能性が高い。ただ、この点は10月末に退任を控えるドラギ総裁の後任の人選とも絡んでくる。金利階層化論者のビルロワドガロ・フランス中銀総裁が後継総裁に内定していれば、利下げと合わせて階層化が導入される可能性が高まる。

他方、資産買い入れの再開には、33%ルール（1発行体当たりのECBの保有割合を33%に制限する）やECBの資本金構成比に応じた国債購入割合の見直しが必要となり、技術的なハードルが高い。また、資産買い入れの再開は、追加利下げに比べて、より長期間政策の方向性を縛ることになる。実施に向けたハードルがより低く、後継総裁の手足を縛らない観点からは、資産買い入れの再開よりも、追加利下げが選択される可能性がある。だが、仮にドラギ総裁の後継者がタカ派のバイトマン・ドイツ連銀総裁に内定していた場合、ドラギ総裁は自らの任期中によりハードルの高い資産買い入れ再開を決定し、後継総裁のタカ派傾斜に待ったを掛ける可能性もある。

その後継総裁人事を巡っては、同時期に後継者の選出が進められる欧州委員会の委員長人事の行方と相俟って、不透明感が高まっている。先の欧州議会選挙で最大会派の座を守った欧州人民党（EPP）の筆頭候補はドイツの地域政党出身のウェーバー氏。委員長ポストをドイツが取れば、ECB総裁はフランス出身のビルロワドガロ中銀総裁やクーレECB理事が手にする可能性が高い。だが、閣僚経験のないウェーバー氏の委員長就任に否定的な声もあがっており、同氏の指名が難航していることが伝えられる。委員長ポストを手に入れられなかったドイツが、ECB総裁ポスト狙いに切り替えることも考えられる。バイトマン総裁誕生の可能性は消えていない。無論、バイトマン氏がECB総裁に就任したからと言って、ドイツ景気も含めて先行きの不透明感が高まるなかで、すぐさま政策正常化に動ける訳ではない。そもそもECBの政策決定は理事会の多数決で、バイトマン氏がドラギ氏同様の影響力を発揮できるかも不透明だ。ただ、期待インフレ率のアンカーが脅かされている状況下で、ECBの初動が遅れる不安は拭えない。そうした不安に応えるため、ドラギ総裁が後継総裁の手を縛る可能性も残っている。ドラギ総裁の最後の置き土産に注目が集まる。

（図）ユーロ圏の期待インフレ率と原油先物価格の推移



注：期待インフレ率は5年先5年物スワップ金利より計算

出所：Bloomberg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。見直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。