

ECBは9月に緩和パッケージを発表へ

～緩和強化への期待と限界への不安が交錯～

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)

◇ ECBは7月の先制利下げを見送ったが、9月の緩和決定を強く示唆。ガイダンス強化の方法、利下げ時の副作用軽減措置、資産買い入れ再開時の規模や構成の検討を関連部局に指示。9月の緩和決定が「利下げ+アルファ」となる可能性が高まった。ガイダンスの時間軸強化、利下げ、資産買い入れ再開決定（実際の買い入れ開始は後日）の包括的な緩和パッケージを予想する。

25日の理事会でECBは具体的な追加緩和の決定を見送ったが、景気や物価に対する強い警戒感を示すとともに、フォワード・ガイダンスの変更（「政策金利を現状と同等水準に維持」→「政策金利を現状かそれを下回る水準に維持」）、緩和長期化と追加緩和への意欲示唆（「物価の実績と見通しが目標水準を下回り続ける限り、長期にわたって非常に緩和的な政策スタンスを維持する必要」、「物価見通しが目標を下回り続ければ必要な行動を取る」）、物価目標に関する表現変更（物価目標の対称性へのコミットメント）、関連部局への緩和オプションの検討指示（ガイダンス強化の方法、階層化などの副作用軽減措置、資産買い入れ再開時の規模と構成）を通じて、次回9月12日の理事会での追加緩和決定を強く示唆した。

ドラギ総裁のシントラ発言以降、金融市場は近い将来の追加緩和決定を確実視してきたが、来週にFOMCを控え、今回の理事会では近い将来の利下げを示唆するガイダンスの変更にとどめ、9月の小幅利下げを予想する見方が多かった。資産買い入れを含めた緩和オプションの検討を指示したことで、9月の緩和決定は利下げだけでなく、包括的な緩和パッケージとなる可能性が出てきた。

政策決定に関するプレスリリースの発表後にユーロは大きく下落したが、理事会に先駆けて発表されたユーロ圏PMIやドイツIFO景況感の一段の落ち込みを受け、一部の市場参加者が今回の理事会での先制利下げを見込んでいたことや、記者会見でのドラギ総裁の発言がプレスリリースほどハト派と受け止められなかったこともあり、記者会見の開始後はユーロに買い戻しが入った。

ドラギ総裁は「景気の見通しが一段と悪化している」、「年後半の景気回復シナリオが崩れかけている」、「専門家調査の期待インフレ率も低下している」、「期待インフレ率が歴史的な低さにある点を懸念している」など、景気や物価に対して従来以上に踏み込んだ警戒姿勢を露にした。同時に、雇用環境やサービス業の底堅さを指摘、景気後退のリスクを低いとし、市場ベースの期待インフレ率の低下が実態を反映しているかについては改めて疑問を呈した。

ECBは今回、物価目標の対称性を示す新たな文言を声明文に追加した。物価が2%の目標を持続的に上回ることを許容しないのと同様に、2%の目標を持続的に下回ることも許容しない姿勢を明確にし、低インフレを放置しないとのメッセージを強化した。

一方で、ドラギ総裁は緩和メニューの具体的な内容を巡って理事会内の意見が割れていること、今回の理事会での先制利下げや緩和メニューの具体的な内容が検討されなかったことを明かした。

記者会見でのこうした発言を手掛かりに、9月に予想される緩和パッケージがどの程度踏み込んだ内容となるかが不透明なこと、貿易戦争への脅威に起因する景気減速に金融政策で対処できるかに懐疑的な見方、追加緩和余地の乏しさへの不安が交錯し、ユーロ・ドル相場は上下動後にほぼ理事会前の水準に落ち着いた。

筆者は従来9月理事会での預金ファシリティ金利の10bps利下げ（▲0.40%→▲0.50%）、12月の追加利下げと金利階層化の導入、来年前半の資産買い入れ再開を予想してきたが、足元の景気指標の一段の下振れや幅広い追加緩和オプションの検討が指示されたことを受け、9月理事会がより包括的な緩和パッケージになるとみる。フォーワード・ガイダンスの時間軸強化（時間条件の変更か、時間条件から状態条件への変更）、10bps利下げ（9月までの景気・物価動向次第で20bps利下げ＋金利階層化）、資産買い入れの再開（10月か12月の理事会で具体的なスキームを精査し、来年から実際の買い入れを開始）まで踏み込む可能性がある。買い入れの具体的な規模や構成は今後の検討次第だが、国債の33%ルール見直し、社債の買い入れ強化が軸になり、新たな買い入れ対象の追加は将来の買い入れ強化時の検討対象になるとみる。

なお、ECBは同日ラガルド氏が後継総裁に適任であるとのプレスリリースを発表し、ドラギ総裁も記者会見の中で同氏を歓迎する発言をした。今後、欧州議会の意見表明を経て、欧州理事会で正式に任命される。10月24日の理事会を最後にドラギ総裁が退任し、12月12日はラガルド新総裁にとって初の金融政策を決定する理事会となる。新旧総裁の交代時期をまたぐ金融政策上の重要な決定を避けるのであれば、資産買い入れの詳細決定は9月か10月に前倒しされる。

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。