

ECBの9月緩和の中身は？

～利下げは確実、階層化は見送り、資産買い入れの再開決定も～

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)

◇ 7月のECB理事会の議事要旨では、9月に予想される緩和メニューのヒントが得られる。軸となるのは利下げだが、階層化の導入には根強い反対意見がある。小出しの緩和策よりも、利下げと資産買い入れなどを組み合わせた緩和パッケージの方が効果的とみている。ここから、筆者は9月理事会で、預金ファシリティ金利の10bps引き下げ、階層化は検討継続も導入見送り、資産買い入れの再開決定、具体的な制度設計は後日発表するとみる。

ECBは前回7月24-25日の理事会で、景気や物価の下振れに対する強い警戒感を示唆するとともに、政策金利に関するフォワード・ガイダンスを利下げを示唆する形に修正、今後の緩和長期化と追加緩和への意欲を示し、物価目標の対称性へのコミットメントを強化した。そのうえで、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したことを明らかにし、9月11・12日の次回理事会での追加緩和を示唆した。金融市場は緩和策検討を指示したプレス・リリースの内容をハト派的と受け止めたが、ドラギ総裁が理事会後の記者会見で具体的な緩和策の検討がなかったことを明かしたことを受け、議論がまだ十分に煮詰まっていないと判断した。9月理事会の緩和決定は確実視されているが、どの程度踏み込んだ内容となるかについては市場参加者の間で意見が割れている。

こうしたなか、22日に発表された7月理事会の議事要旨では、景気減速の長期化や期待インフレ率の悪化に対する警戒、年後半の回復シナリオが崩れかけているとの認識を示し、これは理事会時の記者会見の内容や市場の受け止めと一致する。緩和メニューに関する理事会内の討議の様子が窺える以下の言及が、9月の緩和策の具体的な中身を占ううえで注目に値する。

第1に、金融環境の許容できない引き締まりのリスクはイールド・カーブ上で長期よりも短期で発生する可能性が高い (the risk of an unwarranted tightening of financial conditions was higher at the short end than at the long end of the yield curve)。このことは、長期金利の上昇を抑制する資産買い入れ再開よりも、短期金利の上昇を抑制する政策金利の引き下げの方が、予想される政策メニューの中で優先順位が高いことを示唆する。

第2に、マイナス金利の銀行仲介機能への副作用を軽減する階層化については、予期せぬ結果を引き起こす可能性や副作用軽減の効果を巡って、一部メンバーから懸念の声が聞かれた (some concerns were raised regarding possible unintended consequences of a tiered system and its ability to fully mitigate the potential effects of negative policy rates on bank intermediation)。金利階層化の導入には根強い反対意見があり、9月理事会での導入は見送られ、今後も検討を継続し、追加利下げ時の政策オプションとして残す可能性がある。

第3に、過去の経験則によれば、緩和策を逐次投入するよりも、例えば利下げと資産買い入れを

組み合わせ、政策パッケージとして打ち出す方が効果的で、様々な政策選択肢は一体的に考えた方が望ましい (the view was expressed that the various options should be seen as a package, i.e. a combination of instruments with significant complementarities and synergies, since experience had shown that a policy package - such as the combination of rate cuts and asset purchases - was more effective than a sequence of selective actions)。このことは、9月理事会での緩和決定は利下げが軸となるものの、資産買い入れの再開が含まれる可能性があることを示唆する。

資産買い入れの再開には、1発行体・1銘柄当たりのECBの国債の保有割合を制限する33%ルール、各国のECBに対する資本金の拠出割合に応じた国債の買い入れ（資本金クォータ）の見直し、買い入れ対象の追加が必要になる可能性もあり、技術的な難しさを伴う。7月の理事会では事務方に検討を指示した段階で、理事会内の議論が煮詰まっていないことから、9月理事会での資産買い入れ再開は見送られるとの見方も多い。ただ、ドラギ総裁はこれまでも政策決定時に、政策を小出しに出すよりも、パッケージとして出すことが多かった。

今回の議事要旨の内容を踏まえ、筆者は9月の理事会で、預金ファシリティ金利の10bps引き下げ、階層化は検討継続もひとまず導入を見送り、資産買い入れの再開決定、具体的な制度設計は後日発表するとみる。この他に、既に発表した貸出条件付長期資金供給オペの第三弾（TLTRO3）の条件緩和（優遇金利はオペ期間中の預金ファシリティ金利の平均+10bps、例えば10bpsの上乗せ金利をなくすなど）、時間条件型から状態条件型へのフォワード・ガイダンスの変更なども考えられる。

この段階での資産買い入れの詳細決定が難しいのであれば、ひとまず買い入れを決定、もしくは近い将来の買い入れ決定を強く示唆し、具体的な制度設計や技術条件は今後詰める形で発表することも可能だ（過去にはそうした手順を踏むケースが多い）。この場合、10月末で退任するドラギ総裁が資産買い入れの再開を決定し、11月に就任するラガルド次期総裁に具体策を託すことになる。金融政策の変更は、事務方スタッフなどの検討を元にチーフ・エコノミストであるレーン理事が提案し（総裁、副総裁、4名の理事の役員会内では事前にすり合わせがされている模様）、それを役員会のメンバーと19名の各国中銀総裁（投票権を持つのは役員会の6名+輪番制の中銀総裁15名の計21名）の多数決で決定される。総裁任期が政策決定の時期を必ずしも左右するものではない。

以上