

ECB内の不協和音はいかほどか？

～緩和パッケージを決定した9月の議事要旨を読む～

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)

◇ 9月のECB理事会の議事要旨によれば、理事会メンバーは追加緩和の必要性で一致したものの、資産買い入れの再開、TLTROの条件緩和、金利階層化の導入、利下げ幅など、緩和パッケージの細部では様々な意見があったことが明かされている。資産買い入れ再開については、過半数を明白に上回るメンバーが賛成したとされ、ドラギ総裁が反対意見を強引に押し切って再開を決定したことを窺わせる内容は見当たらない。とは言え、追加緩和を巡る理事会内の意見対立、理事会内外からの副作用を警戒する声、ラガルド次期総裁が金融政策の戦略的な再検証を行うとしていることに鑑みれば、よほど明白な景気や物価の下振れリスクが顕在しない限り、年内の追加緩和は見送られる公算が大きい。来年の景気浮揚シナリオが崩れた場合に、ECBは追加緩和を余儀なくされよう。

10日付けのファイナンシャル・タイムズ紙は、9月11・12日のECB理事会で決定した資産買い入れの再開に関して、ECBと加盟国中銀のスタッフで構成される金融政策委員会が再開反対を助言する書簡を理事会宛に送っていたことを明かしている。内情を明かしたメンバーによると、同委員会の助言が政策に反映されなかったことは、ドラギ総裁の在任期間中でもごく稀なことだったと証言している。だが、別のECB関係者は、同委員会の助言に理事会が縛られることはなく、過去数年に少なくとも4回は委員会の助言が無視されたことを明かしている。既に政策決定を担う複数の理事会メンバーから買い入れ再開への反対意見が表明されており、ドイツ出身のラウテンシュレーガー理事の突然の辞任発表も、買い入れ再開が影響したとの観測も浮上している。理事会メンバーの1人でドラギ総裁に近いハト派寄りのフィンランド中銀のレーン総裁は同日のテレビインタビューで、「ドラギ総裁がECB内部の委員会の忠告を無視したとの記事は大きく誇張されている」と発言している。同氏は、金融政策委員会の役割は理事会に先駆けて準備作業を行うことにあり、資産買い入れの再開などのセンシティブな判断は理事会が決定すると説明している。

こうしたなか、同日に発表された9月の理事会の議事要旨によれば、理事会のメンバーは緩和パッケージが必要な点で一致したものの、資産買い入れの再開、TLTROの条件緩和、金利階層化の導入、利下げ幅など、パッケージの細部では様々な意見があったことが明かされている。但し、議事要旨からはドラギ総裁が反対意見を強引に押し切って買い入れ再開を決定したことを窺わせる内容は見当たらない。買い入れ再開に反対する勢力が総裁交代の機会を捉えて、ラガルド次期総裁に方針転換を促す狙いもあるのだろう。議事要旨での金融政策に関する言及箇所は以下の通り。

- 物価目標への持続的な収斂をサポートするために、金融政策スタンスのさらなる緩和が必要な点で全てのメンバーが一致した (All members agreed that a further easing of the

monetary policy stance was warranted to support the return to sustained convergence to the Governing Council's inflation aim)

- レーン理事の金融政策に関する提案の大半に、メンバーは広範に賛成した (Members expressed broad agreement with most of the monetary policy proposals made by Mr Lane)
- ほとんどのメンバーは、個別の政策が一定の限界に直面し、それぞれの政策の効果がそれ自体で不透明かつ評価が難しい状況下では、政策ツールを組み合わせたパッケージが全体として相応しいアプローチであるとみる (Most members saw a package, i.e. a combination of instruments with significant complementarities and synergies, on the whole as the appropriate approach in a situation where individual policy measures were facing some limitations and the impact of each measure on its own was uncertain and difficult to assess)
- (パッケージでの対応を賛成する立場の意見として) 全ての政策ツールを物価目標達成に相応しい形で調整し、行動する決意と緩和能力があることを示すことが重要とみる (it was seen as important for the Governing Council to demonstrate its determination and capacity to act, in line with its reaction function, by adjusting all of its instruments, as appropriate, to achieve its inflation aim)
- 同時に、提案された政策パッケージの個別の要素については、多くの留保が表明された (At the same time, a number of reservations were expressed about individual elements of the proposed package)
- 大多数のメンバーは、TLTROの利用条件を変更することに賛成した (A large majority of members agreed to change the modalities of the new series of quarterly TLTROs)
- 全てのメンバーは、資産買い入れの再投資に関するガイダンスに賛成した (Regarding forward guidance on APP reinvestment, all members concurred with Mr Lane's proposal to continue reinvesting)
- 状態条件型の金利に関するフォワード・ガイダンスの提案にメンバーは概ね賛成したが、少数のメンバーは時間条件型のガイダンスを維持し、それを将来時点にシフトさせることの有用性を指摘した (Members generally agreed with the proposal to enhance the state-based component of the Governing Council's forward guidance on interest rates, although a few members saw value in keeping the date-based element of the forward guidance and shifting it further out into the future)
- 過半数を明白に上回るメンバーが、11月から月額200億ユーロの資産買い入れを再開し、政策金利の緩和的な効果を強化するのに必要な限り、利上げが開始される直前まで買い入れを継続するレーン理事の提案に賛成した (A clear majority of members agreed with Mr Lane's proposal to restart net purchases under the APP at a monthly pace of 20 billion euro as from 1 November, to continue them for as long as necessary to reinforce the accommodative impact of policy rates and to end them shortly before the key ECB interest rates were to be raised)
- 資産買い入れの再開も含めた十分な刺激策を打たなければ、現在の緩和的な金融環境の反転を

引き起こしかねないとの懸念が表明された (Concern was expressed that not delivering sufficient stimulus, including through the APP, might trigger a reversal of the current favourable financial conditions)

- 資産買い入れの再開は、現在の抑制された物価見通しとインフレ期待がアンカーされない潜在的なリスクに照らせば、理事会の行動する決意と緩和能力の強いシグナルとなる (restarting net purchases would provide a strong signal of the Governing Council's determination and willingness to act in the light of the current subdued inflation outlook and the potential risk of an unanchoring of inflation expectations)
- 多くのメンバーは、その政策効果が弱まっていることや、より深刻な状況下で採用すべき最終手段であると考えていることから、資産買い入れの再開をそれほど強く支持しなかった (A number of members assessed the case of renewed net asset purchases as not sufficiently strong, either because they deemed them to be a less efficient instrument, given the prevailing compression of term premia, or because they deemed them to be an instrument of last resort which should only be deployed in the event of more severe contingencies)
- (資産買い入れ再開に反対する意見として) 理事会の決定は、金融市場を媒体としたシグナル効果ではなく、政策の効果に基づくものでなければならないとの指摘もあった (The point was also made that the Governing Council's decisions should be based on the effectiveness of the measures than on signaling effects vis-à-vis markets)
- (同じく資産買い入れ再開に反対する意見として) ポートフォリオ・リバランス効果が弱まっている可能性や、イールドカーブのフラット化と金融安定リスクの高まりにより、金融仲介業での副作用の可能性を懸念する声もあった (Some concerns were voiced about a potential decline in the efficiency of the portfolio rebalancing channel and potential adverse side effects on financial intermediation - including by banks and by insurance companies and pension funds - related to a flattening at the long end of the yield curve and heightened financial stability risk)
- 大多数のメンバーは、預金ファシリティ金利を▲0.50%に引き下げる提案に賛成した (A very large majority of members agreed with Mr Lane's proposal to lower the rate on the deposit facility by 10 basis points to -0.50%)
- 過半数のメンバーは金利階層化の導入提案に賛成した (A majority of members went along with the proposed introduction of a two-tier system for reserve remuneration as part of the overall policy package)
- 金利階層化の金融政策上の妥当性を巡っては、金融政策の波及経路が機能している、銀行はTLTROや銀行債利回りの低下からも恩恵も受ける、銀行にだけ部分的な軽減措置を導入することは分配や説明上の問題を引き起こす、制度設計次第で副作用や金利上昇を招くなど、多くの留保意見が表明された (A number of reservations were expressed about the monetary policy justification for a two-tier system. It was argued that, at the current juncture, monetary policy transmission channels seemed to be functioning well. In

addition, banks would benefit from TLTRO III, which offered them very favourable lending conditions, and from a significant decline in bank bond yields. A remark was made that providing partial relief only to banks for the cost of negative rates raised potential distributional and communication challenges. Moreover, if a two-tier system were not calibrated properly, it could give rise to side effects and put upward pressure on market rates.)

- ドラギ総裁は、物価の持続的な下振れに対応するため、何らかの対応が必要な点で全てのメンバーの意見が一致し、過半数を明白に上回るメンバーが提案された政策に賛成したと総括した (In summary, the President concluded that all members agreed on the need to act in response to the continued shortfall of inflation with respect to the Governing Council's aim and that a clear majority of members supported the proposed measures)

9月理事会でスタッフ見通しが既に大幅に引き下げられたこと、追加緩和ツールを巡って内部の意見対立が深まっていること、理事会の内外から副作用を警戒する声も高まっていること、11月に就任するラガルド次期総裁が金融政策の戦略的な再検証を行うとしていることに鑑みれば、本格的な景気後退や中期的な物価安定のアンカーが崩れる明確な兆しが広がらない限り、年内の追加緩和決定は見送られる可能性が高いと判断している。年明け以降の景気再浮上のシナリオが崩れた場合、ECBは追加緩和に動こう。その際の政策選択肢は、買い入れ再開への反対意見の多さを考えると、まずは10bpsの追加利下げが優先され、その後も追加緩和が必要な場合、今度はマイナス金利の副作用が警戒されることから、買い入れ条件を見直したうえでの買い入れ強化が選択肢となろう。この辺りの政策の優先度は、ラガルド次期総裁が指揮する戦略的な再検証の結果に左右されよう。

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。

