

ECBは戦略検証を開始

～金融政策はしばらく休眠へ～

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は年内終了を目途に金融政策の戦略検証を開始した。検証では、物価安定の定義、政策ツールの効果や副作用、経済・金融分析手法の見直しが必要か、気候変動を金融政策にどう取り込むか、コミュニケーション手法など、幅広い内容を扱う。発表された資料、記者会見での総裁発言とともに、取り立てて目新しい内容はなかった。
- ◇ 足元の各種景気指標の底入れや戦略検証の実施を踏まえ、当面の金融政策は様子見となる公算。今後、景気や物価の下振れリスクが大きく高まる場合、検証期間中であっても追加緩和は可能。他方、フォワード・ガイダンスの文言を考えれば、戦略検証の間に、マイナス金利からの脱却や資産買い入れの終了に向かうハードルは高い。

ECBは21・22日の理事会開催に合わせて、2003年以来となる金融政策の戦略検証を正式に開始した。前回の検証以降、世界経済やユーロ圏経済には、生産性の低下や高齢化に起因する潜在成長率の下方屈折、金融危機後の低金利環境、伝統的な金融政策手法の対応余地が乏しくなるなど、様々な構造変化が起きている。また、金融政策が歴史的に対応してきた高インフレとの戦いと、現在直面する低インフレへの対応は異なる。さらに、環境持続性への脅威、急速に進むデジタル化、グローバル化、金融構造の変化は、金融政策運営の在り方や物価の動き方に変化をもたらしている。こうした点に対処するため、今回の戦略検証では、物価安定の量的な定義、物価安定の達成に向けたアプローチと政策手段、金融安定・雇用・環境持続性などがECBのマנדート遂行にどう関係するか、過去数十年に採用された金融政策ツールの有効性や潜在的な副作用、物価安定へのリスクを評価する経済・金融分析手法の見直しが必要かどうか、コミュニケーション手法などを幅広く検証する。検証作業は年内一杯を目途とし、ラガルド総裁からは「終わりが来た時に終わる」との発言もあったが、11・12月頃に結論を公表する可能性を示唆した。

公表されたプレスリリースは僅か1ページで、その内容に目新しさはなかった。戦略検証は、詳細な分析に基づき、先入観を持たずに行うとし、学者、エコノミスト、一般市民などECB外部からも幅広く意見を聴取することを示唆。また、ラガルド総裁は、検証作業中も経済・金融環境の監視と分析、それに基づく金融政策の決定といった通常の金融政策業務への影響がないと発言。戦略検証中だからと言って、必要な政策変更が見送られる訳ではないことを改めて示唆した。

ECBが気候変動対策で果たす役割についてラガルド総裁は、既に行っている取り組みとして、ECB職員の年金基金、ECBの資本金や準備金のポートフォリオへの組み入れ方針で一定の考慮をしていることを紹介。金融政策の一環では、社債買い入れプログラム内での環境配慮銘柄の保有割合は今のところ限定的だが、この点で何ができるのかについては戦略検証で扱うとした。また、

関連所管でのリスク評価、モデル作成、予測作成などの業務で、気候変動リスクをどう取り込むかの検証を進めていることや、ストレステストを通じた金融安定評価に気候変動の要素をどう盛り込むかも検討が進められていることを明かした。

景気のリスク判断について声明文では、地政学的要因、保護主義的な動きの高まり、新興国市場の脆弱性から引き続き下振れ方向にあるが、国際貿易に関する不確実性の一部が後退し、以前に比べるとリスクの度合いはやや低下したとある。ラガルド総裁も記者会見の中で、米中間の貿易協議が第一段階の合意に達し、不確実性がなくなった訳ではないが後退したと発言。米EU間の貿易協議についても、今後の推移を注意深く見守るが、最近の米EU首脳間の会談のトーンはやや安心できる内容だったと指摘した。また、英国のEU離脱時に備えた準備作業については、必要な対策を講じており、十分な準備ができていると述べた。

リクスバンク（スウェーデン中銀）が昨年、政策金利をマイナス圏からゼロ%に引き上げたことに関連して、マイナス金利の副作用やECBの利上げ転換の可能性を問う質問が出たが、ラガルド総裁は他国の中銀の行動からECBの政策運営についての結論を導き出すことはないと言った。マイナス金利の副作用を軽減する階層化（ティアリング）については、幾人かのメンバーが効果にやや懐疑的だが、明確に反対する意見はなく、全体としては非常によく機能しているとの見解で一致していると指摘した。

足元の各種景気指標の底入れ、米中貿易摩擦リスクの後退、昨年秋の包括緩和に対する理事会内の不協和音、マイナス金利の副作用を警戒する声、戦略検証の実施を踏まえ、当面の金融政策は様子見姿勢に転じた可能性が高い。ラガルド総裁も指摘するように、戦略検証はその間の金融政策の変更を妨げるものではなく、前回2003年の検証期間中も政策変更が行われている。今後、景気や物価の下振れリスクが再び大きく高まれば、ECBは検証期間中であっても追加緩和で応じよう。他方、政策金利と資産買い入れに関するフォワード・ガイダンスの文言を考えれば、戦略検証を行っている間に、マイナス金利からの脱却や資産買い入れの終了に向かうハードルは高い。

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。

