

Europe Trends

発表日: 2020年9月11日(金)

今はユーロ高にできることはない

～ラガルド流の弱点を露呈～

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)

◇ ユーロ高への対応に注目が集まった今回のECB理事会では、為替の物価への影響を注視する趣旨の発言を繰り返したが、踏み込んだユーロ高牽制や具体的な政策変更が見送られた。年末から来年前半にかけて追加緩和が決定される可能性が高いが、現時点で出来ることは少ない。8月以降、PEPPの買い入れ規模が縮小。このままの買い入れペースを続けても、来年6月末までに買い入れ枠を使い切ることではない。また、米FRBが金融政策の枠組みを見直したことを受け、ECBが中期的な物価安定の定義を見直すとの観測も一部で浮上していた。だが、独断専行型の政策決定を嫌うラガルド総裁が、戦略レビューの結果を待たずにこうした決定を行うことはない。

ユーロが対ドルで2018年前半以来の1.2ドル台に接近し、実効為替レート（名目、42の貿易相手国の通貨との加重平均）がユーロ発足以来の高値圏で推移するなか、ユーロ高への対応に注目が集まった9月のECB理事会では、政策金利、資産買い入れ、流動性供給、フォワード・ガイダンス、物価目標の定義など全ての政策変更が見送られた。声明文では「不確実性が高まる現在の環境下においては、為替レートの動向を含めた新たな情報が、中期的な物価見通しに与える影響について注意深く評価する」とし、2018年以来となる為替レートに関する言及を追加した。理事会後の記者会見でユーロ高への対応を問われたラガルド総裁は、「ユーロ高について理事会で幅広く議論した」、「為替レートはECBの政策目標ではなく、望ましいと考える為替水準については一切言及しないが、物価の重要な決定要因であり、中期的な物価安定に及ぼす影響を注意深く観察する」と述べ、ユーロ高を牽制した。ただ、それ以上の踏み込んだ発言がなく、具体的な政策変更が見送られたことから、ECBが足元のユーロ高への有効な対応手段を持たない可能性が示唆される。

新たに発表されたスタッフ見通しでは、2020年のユーロ圏の実質GDP成長率を前回6月：▲8.7%→今回9月：▲8.0%に上方修正し、2021年を+5.2%→+5.0%、2022年を+3.3%→+3.2%に下方修正した。前回見通しと比べ、原油価格と為替レートの想定が上方修正され、景気の押し下げ要因となる。他方で、4～6月期の成長率の実績値が想定を上回ったことや、追加の景気対策の効果が景気の押し上げ要因となる。なお、今回の見通しに7月の欧州首脳会議で合意された復興基金の政策効果は明示的に盛り込まれていない。また、2020年の消費者物価の見通しを+0.3%で据え置いた一方、2021年を+0.8%→+1.0%に上方修正した。これは主に、ドイツの時限的な付加価値税率引き下げの影響剥落と、原油価格の想定が上方修正されたことによるもの。2022年の物価見通しは+1.3%で前回見通しから不変で、中期的な物価安定には届かない。

なお、コロナの感染状況に応じたシナリオ別の見通しも合わせて発表され、このまま感染が収束に向かい、経済活動への下押しが早期に解消される穏健シナリオでは、2020年の成長率が▲7.2%の落ち込みにとどまり、2021年は+8.9%と大きく持ち直す。感染が今以上に再拡大し、厳しい制限措

置が再開される厳格シナリオでは、2020年の成長率が▲10.0%に落ち込み、2021年のリバウンドが僅か+0.5%にとどまる。

追加緩和の可能性について問われたラガルド総裁は、6月に1兆3500億ユーロに増額したパンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）の買い入れ枠を使い切ることを改めて明言したほか、追加利下げも含めた「あらゆる政策手段を適切かつ必要な限り十分に用いることを躊躇しない」と述べた。8月以降のPEPPの買い入れペースは144億ユーロ/週と、5～6月平均の283億ユーロ/週から半減している。このままのペースで買い入れを続けると、来年6月末時点（現在の買い入れ期限）の累積買い入れ額は1兆2千億ユーロ前後で枠を使い切らない。この段階でPEPPの買い入れ枠を一段と増額したとしても、リップサービス以上の政策効果は期待できない。なお、ラガルド総裁は、今回の理事会でPEPPの買い入れ枠の増額を議論しなかったことを明かした。

ラガルド総裁は政策金利の一段の引き下げの可能性も否定しなかったが、昨年9月の追加利下げ時に理事会内から反対意見が噴出していたこと、コンセンサスを重視するラガルド総裁の理事会運営スタイル、政策効果を検証する戦略レビューが終わっていないこと、コロナ危機下で銀行の経営環境が悪化し、マイナス金利の副作用への耐性が低下しているとみられることから、政策手段としての優先順位は低いだらう。

筆者は追加緩和は資産買い入れが中心になると考える。昨年11月に再開した資産買い入れプログラム（APP）は、予め終了期限を定めずに月額200億ユーロを買い入れることに加えて、年末までの時限措置として買い入れ枠を1200億ユーロ追加した（月平均で200億ユーロに相当）。追加枠の失効でAPPの買い入れペースは来年に入ると半減し、来年6月末にはPEPPも終了する。APPの増額やPEPPの買い入れ期間延長を通じて、買い入れ規模が一気に縮小することを回避するだろう。ECBの資産買い入れが限界に近づいているとの見方も聞かれるが、コロナ危機対応で各国が国債発行を増額し、復興基金や雇用関連基金（SURE）の債券発行も開始されることから、買い入れ対象資産の枯渇や33%ルールへの抵触までには余裕ができる。

ECBのチーフエコノミストを務めるレーン理事は先月末のジャクソンホール会合に出席し、コロナ危機の負のショックで下方屈折した物価パスを放置すれば、期待インフレ率の低下から危機前の物価水準を回復することが困難になると指摘。追加金融緩和を通じて、危機前の物価パスに復帰させる方が、より効果的で安全な政策対応になると主張した。レーン理事はそのうえで、PEPPを始めとした各種の政策はコロナ危機の負のショックに対応したもので、この第一段階の目的が達成した後は、中期的な物価目標への速やかな収斂を促すために第二段階の政策対応が必要になると説明した。こうした二段階アプローチを前提にすれば、年末や来年前半の段階で第一段階が終了していないと判断されれば、PEPPの増額・延長やTLTROの優遇金利の適用延長などが緩和メニューとなる。第二段階への移行が視野に入っているようであれば、APPの増額が追加緩和の軸となろう。

米FRBが先月末に物価の中期目標と金融政策の枠組みを見直したことを受け、ECBが中期的な物価安定の定義や物価目標の見直しに着手するとの見方も一部で浮上していた。だが、独断専行型の政策決定を見直すことを重視するラガルド総裁が、戦略レビューの結果を待たずにこうした決断をすることはない。ラガルド総裁は物価安定の定義が戦略レビューの中心議題であるとし、将来的な変更の可能性を示唆した。

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。