

経済・金融 フラッシュ

11月ECB政策理事会:1兆ユーロ規模 を公式目標化—全会一致を強調

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail: ito@nli-research.co.jp

6日、欧州中央銀行(ECB)が11月の政策理事会を開催した。新たな政策決定はなかったが、声明文に、12年初のバランス・シートの水準を目指す方針とスタッフに必要な場合に実行できる追加策の準備を指示することを盛り込んだ。理事会内の対立への懸念を払拭、全会一致を強調する狙いがある。

ドラギ総裁は、追加策を必要と判断するケースとして①現在の政策が不十分な場合、②中期インフレ期待が悪化した場合の2つを挙げた。市場では目標達成のために、早期の追加緩和、とりわけ国債購入開始観測が強まっている。

ECBは、国債買い入れを前提とするのではなく、経済・物価の動向とともに、12月11日に第2回が予定されるTLTROの利用状況や、ABS・カバードボンド・プログラムの広がりを見極めながら、緩和策の内容や実施のペースを決定して行くと思われる。

(新たな政策決定はなし)

6日、欧州中央銀行(ECB)が11月の政策理事会を開催した。新たな政策決定はなかった。ECBは、10月中旬に9月の政策理事会で決めたカバード・ボンドの買入れを開始、資産担保証券(ABS)の買入れも10月末に外部のサービス・プロバイダーの選定を終えて、今月中の買入れ開始を目指す段階にあるため、今月の政策変更はないとの見方がコンセンサスであった。

(声明文の修正1—12年初のバランス・シートの水準を目指す方針を明文化)

新たな政策決定を見送る一方で声明文は2つの面で大きく修正された。1つはバランス・シート目標の明文化である。

9月のABSとカバード・ボンド買入れプログラムの導入以降、声明文には、最低2年間実施する2つの民間資産買入れプログラムと16年6月まで合計8回実施する最長4年のターゲット型資金供給(TLTRO)は「バランス・シートに大きな効果を及ぼす」との文言が盛り込まれた。今回、これを補強する形で「12年初の水準に向かうことが期待される」との文言が加えられた。

今回の理事会の前の段階では、「12年初の水準を目指す」方針は、ドラギ総裁が記者会見の質疑応答の場で独断で述べたもので、政策理事会の一部に不満が高まっていると報道された。声明文にこの目標を明記することは、特に批判的とされるドイツ連銀のバイトマン総裁も含めて政策理事会メンバーの全員が承認したことを明確にする。理事会内の対立への懸念を払拭、全会一致を強調する狙いがある。

なお、12年の1～3月期は、3月1日に2度目の3年物資金供給（LTRO）が行われたことで、バランス・シートの変動が大きく（図表1）、「12年初」が具体的にどの時点を指すかで、緩和の規模が3000億ユーロ余り変わるという不透明さがあった。先月の理事会後の記者会見では、この点に関するドラギ総裁の回答はあいまいであったが、今回は「2度目のLTRO実施後の3月を指す」と明言した。

従来は総裁発言に基づく観測に留まっていた「1兆ユーロ」の緩和が公式の目標となった。

（ 声明文の修正2—追加策の準備を指示 ）

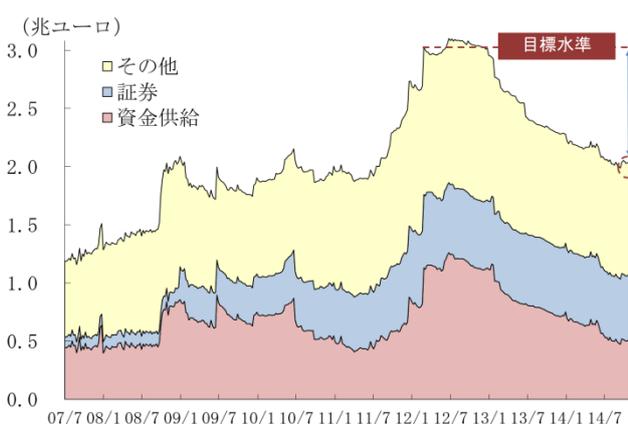
声明文のもう1つの修正点は、「政策理事会は低インフレの長期化のさらなるリスクに対処が必要になった場合には、権限の範囲内で追加的な非伝統的手段を講じる約束をすることで全員一致した」という従来からの表現に続き、「政策理事会はECBのスタッフとユーロシステムの関連する委員会に必要に応じて実行できる追加策を適切なタイミングで準備するよう指示した」との文言を加えたことだ。

（ 政策理事会は、現在の政策が不十分、中期インフレ期待悪化の場合に追加策が必要と判断 ）

ドラギ総裁は、質疑応答で、政策理事会が追加策が必要と判断するケースとして、①現在の政策が不十分な場合、②中期インフレ期待が悪化した場合の2つを挙げた。

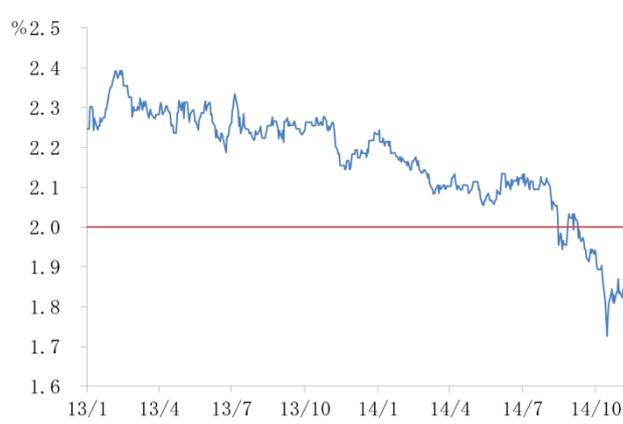
現在の状況は①、②にともに適合すると考えられることから、市場では早期の追加緩和、とりわけ国債購入開始への観測が強まっている。①については、今回、公式目標となった1兆ユーロのバランス・シート拡大を実現するには資金需要次第のTLTROと、市場規模に限りがある2つの民間資産買い入れプログラムでは不十分と見られている。②については、ECBが市場のインフレ期待の重要な指標としている5年先5年物ブレイク・イーブン・フォワードレートが2%を大きく割り込んだままとなっている（図表2）。

図表1 ECBの資産残高



（資料）ECB

図表2 市場のインフレ期待



（注）5年先5年物ブレイク・イーブン・フォワードレート

（資料）ロイター

（ 金額目標の明確化で市場の緩和期待をつなぐことに成功 ）

ドラギ総裁は、今回の会合では、ABS買入れプログラムの実施方法に関する議論に多くの時間を費やし、事前に観測が出た社債購入など具体的な選択肢は議論していないとした。注目を集めた声明文の2つの修正も、理事会内の見解の不一致で政策の実行が妨げられるとの懸念を払拭するためのもので、今回、新たな方針を打ち出した訳ではない。

ECBのバランス・シートは9月18日の2兆ユーロ割れを底に拡大に転じている（図表1）。第1回TLTROで826億ユーロを供給、第3弾のカバード・ボンド買入れプログラムの買入れ残高も10月末までに48億ユーロに達した。他方で、2010年5月から2011年初まで行われた国債買入れプログラム（SMP）や第1弾、第2弾のカバードボンド・プログラムの償還などもあり、6週間のバランス・シートの拡大額は640億ユーロであった。2年で1兆ユーロの目標を達成するために必要な週あたり100億ユーロ程度のペースをまずは維持している格好だ。

ECBはバランス・シート目標の達成にあたって、国債買入れを前提とするのではなく、経済・物価の動向とともに、12月11日に第2回が予定されるTLTROの利用状況や、ABS・カバードボンド・プログラムの広がりを見極めながら、内容やペースを決定して行くと思われる。

なお、国債購入に関して、法的・政治的なハードルと国債買入れプログラム（OMT）に関する欧州司法裁判所の判決が出るまでは動けないのかとの問いに対しては、「マネタリー・ファイナンスにならなければECBの権限の範囲内」と答え、バランス・シート目標の達成のために国債購入に踏み込むとの市場の期待をつなぎとめた。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。