

# 経済・金融 フラッシュ

## 12月ECB政策理事会：15年初に政策効果を再評価、規模、ペース、構成比を見直しへ

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

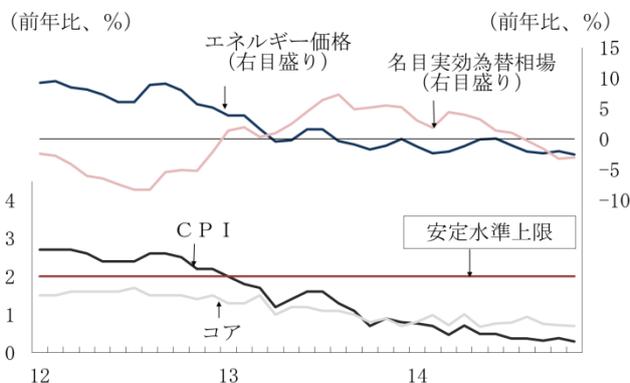
4日、欧州中央銀行(ECB)が12月の政策理事会を開催した。ターゲット型資金供給(TLTRO)の第2弾の実行を控えていることもあり、新たな決定はなかったが、声明文の修正で追加緩和への意欲を示した。TLTROの結果確認後、何らかの追加措置に動くであろうこと、国債買い入れという選択肢の協議を進めざるを得ないことははっきりしており、市場の失望は一時的なものに留まるだろう。

なお15年以降のECB政策理事会は、①政策理事会の意思決定方式の輪番制の導入、②開催頻度の変更(1カ月1度→6週間に1度)、③議事録の公開の開始という3つの点で変わる。情勢の分析と政策変更に必要なコンセンサスの形成に今までよりは長い時間を確保できるようになる。議事録公開で追加緩和の選択肢を巡る論点もより明確になることは期待できるのではないかと見られる。

### (追加緩和期待は強いものの、今回は新たな政策決定は見送り)

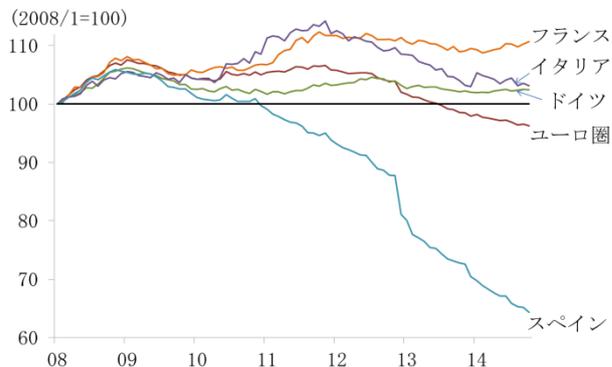
4日、欧州中央銀行( ECB )が12月の政策理事会を開催した。これまでの緩和策と追加策への期待でユーロ高は解消したが、世界的な原油価格の下落もあり、低インフレは続き(図表1)、インフレ期待も2%を割り込んだまま。追加緩和策が狙いとする民間貸出の回復は見られない(図表2)。これまでに投入された政策ではデフレ回避に不十分との見方が強く、ドラギ総裁やコンスタンチオ副総裁が講演で量的緩和の効果について発言していたこともあり追加緩和への期待は強まっていたが、今回は新たな決定はなかった。

図表1 ユーロ圏のインフレ率



(資料) ECB

図表2 民間貸出(除く住宅ローン)残高推移



(資料) ECB

**( スタッフ経済見通しは成長率、インフレ率ともに下方修正 )**

12月は四半期に1度のスタッフ経済見通しの公表月であり、ここ2回の追加緩和は見通しの下方修正と合わせて実施されてきた。今回も見通しは、足もとの景気のもたつきと世界的な原油価格値下がりの影響を反映して成長率、インフレ率ともに下方修正された(図表3)。

図表3 ECB/ユーロスタッフ経済見通し

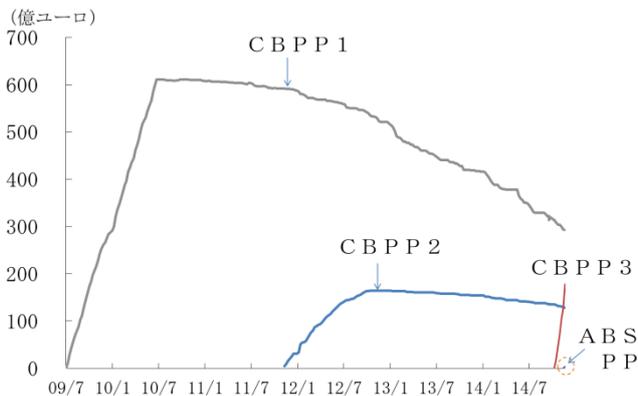
		14年	15年	16年
実質GDP	前回(14年9月)	0.9	1.6	1.9
	今回(14年12月)	0.8	1.0	1.5
	修正幅(*)	0.0	▲ 0.6	▲ 0.3
インフレ率(HICP)	前回(14年9月)	0.6	1.1	1.4
	今回(14年12月)	0.5	0.7	1.3
	修正幅	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.1

(注) 3月と9月はECB、6月と12月はユーロシステムのスタッフによる予測 (\* ) 修正幅はECB公表数値通り  
(資料) ECB

**( 追加決定の前に少なくともTLTRO第2弾の結果を見極める必要があった )**

経済見通しの下方修正という点では、今回、追加策の決定があってもおかしくはなかったが、タイミングの面でコンセンサスの形成は困難だった。ECBは、9月の政策理事会で決めた資産買入れプログラムのうちカバード・ボンドの買入れを10月中旬に開始、11月末に資産担保証券(ABS)の買入れも始めたばかりである(図表4)。

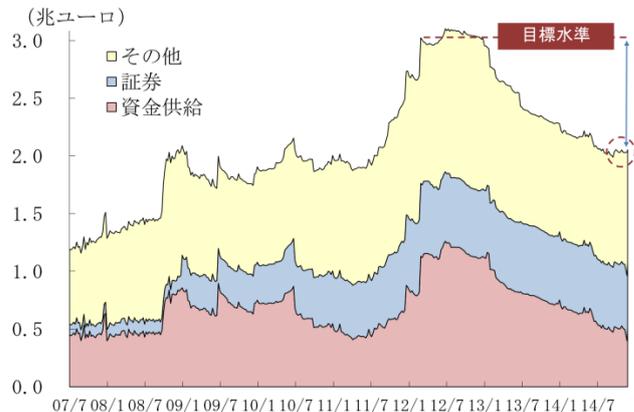
図表4 カバード・ボンド、ABS買入れ残高



(注) CBPP=カバード・ボンド買入れプログラム  
ABSPP=ABS買入れプログラム

(資料) ECB

図表5 ECBの資産残高



(資料) ECB

15年1月末、2月末に償還を控える3年物長期資金供給(LTRO)は、前倒し返済が進んでおり、11月末時点で2800億ユーロ余りとなっている。12月のTLTROの実行額と、LTROの償還分とのバランスによって、ECBが第一段階と位置づける14年内のTLTROのバランス・シ

ート拡大効果が明確になる。3兆ユーロへの到達に現在の政策で十分か否かがはっきりし、追加緩和策についてコンセンサスを形成しやすくなる（図表5）。

### （原油価格下落の影響の分析も必要に）

さらに、原油価格の急激な低下の影響の分析にも時間が必要になった。今回公表されたスタッフ経済見通しでは、原油価格の前提条件を、見通し作成時点の先物価格に基づいて、15年1バレル＝85.6ドル、16年同88.5ドルとした。前回9月の15年同105.3ドル、16年同102.7からは大幅に修正されたが、12月2日時点の先物価格は15年73.2、16年78.1で、前提条件よりも1割以上下落している。

原油価格は本来、ユーロ圏経済にとってプラスの材料である。今回公表されたスタッフ経済見通しも、足もとの下落を織り込んだ場合の実質GDPは15年、16年の両年とも0.1%ポイント、基本シナリオの見通しを上回る。他方、インフレ率は、15年は0.4%ポイント、16年は0.1%ポイント、基本シナリオを下回ると試算している。

原油価格の下落でインフレ率は11月の前年同月比0.3%から短期的にはさらに低下する可能性が高まっている。インフレ期待の今以上の低下を阻止したいECBにとっては、原油価格の急落、低水準での定着は、追加緩和を後押しする材料となる。

### （今月も声明文の修正で追加緩和期待をつなぐ）

前回11月の政策理事会では、声明文に「バランス・シート拡大への期待」や「追加策の準備を指示」といった文言を盛り込み、「必要に応じた追加緩和」は政策理事会の総意であることを強調し、追加緩和への期待をつないだ。

今回も、声明文のバランス・シートの拡大に関わる文言を「期待（is expected to）」から「方針（is intended to）」に修正することで強化したほか、来年初に政策効果や原油価格下落の影響を再評価し、必要に応じて追加策を投入する方針を盛り込んだ。

TLTRO第2弾を控えるという微妙なタイミングで、しかも、原油価格の急落の評価も困難な状況で開催された今回の会合では、追加措置の決定は不可能であった。同時に、追加緩和期待を背景とするユーロ安、国債利回り低下の流れを途切れさせず、インフレ期待の一層の低下を阻止するためには、追加緩和への期待をつなぐことは重要であった。

なお、今回、声明文に新たに盛り込まれたのは、「来年初めに政策理事会は金融緩和策の成果、バランス・シートの拡大、物価の見通しについて再評価する。足元の原油価格の動向が中期インフレ期待に及ぼす影響についても評価する。低インフレ長期化のリスクへの更なる対処が必要な場合には、我々の権限の範囲内で追加の非伝統的手段を用いる方針で全員一致している。これは来年初めの時点で、我々の対策の規模やペース、構成比を見直すことを示唆する」という文言である。

追加策として国債買い入れへの期待は高いが、具体的な手段については声明文では一切、言及がなく、現段階では、まだ政策理事会内で見解の相違があり、コンセンサスには至っていないことが透けて見える。

特に、国債買い入れを伴う量的緩和についてドイツの反対は強いが、ドラギ総裁は記者会見の質疑応答で、量的緩和も「全会一致」ではなく「コンセンサス」で決定できると述べた。バランス・

シート拡大に関する「期待」から「方針」への修正についても、ドラギ総裁は、「圧倒的多数が賛成したが、全員一致ではなかった」と述べた。

市場は、国債買い入れ開始に向けた、より踏み込んだ表現を期待していた面もあり、スペイン、イタリアの国債は値下がり、ユーロは上昇した。

しかし、ドラギ総裁自身は、国債も含む量的緩和の効果を強調、国債購入の決定とECBの権限との兼ね合いについても、2%以下でその近辺という安定的物価水準からの乖離を放置することこそ「責務の放棄であり違法」と述べるなど、極めて前向きな姿勢を示した。

現実には、財政主権が分散し、国債市場も分断しているユーロ圏で、米英のように国債を非伝統的政策の主軸とすることは困難だろうが、TLTROの結果がはつきすれば何らかの追加措置に動くであろうこと、国債買い入れも選択肢の1つとして具体的な協議をせざるを得ないことははっきりしている。今回の会合を受けた失望は一時的なものに留まるだろう。

### （ 15年からの政策理事会：輪番制の導入、開催頻度の変更、議事録公開開始 ）

15年から政策理事会は、①政策理事会の意思決定方式の輪番制の導入、②開催頻度の変更（1カ月1度→6週間に1度）、③議事録の公開の開始という3つの点で変わる。

①はラトビアがユーロを導入し、ユーロ参加国が19カ国に拡大するのに対応する変更である。15年以降も、総裁、副総裁を含むECBの理事6名は毎回投票権を持つが、他の19の中央銀行の総裁の投票権は輪番制となる。ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダの5大国で4票、その他の14カ国で11票を分け合う。

②の開催頻度の変更で次回開催は1月22日となり。政策効果の見極め、追加策の準備、理事会内のコンセンサス形成のための時間が確保される。③の議事録は、どの程度の詳細が明記されるか不透明ながら、追加緩和の選択肢を巡る論点もより明確になることは期待できるのではないかと。

---

（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。