

経済・金融 フラッシュ

10月22日ECB政策理事会:12月理事会での追加緩和策決定を事実上予告。 追加利下げも排除せず

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

欧州中央銀行(ECB)が22日に政策理事会を開催、政策変更はなかったが、12月3日の次回理事会での追加緩和策の決定を事実上予告したことで、株高、債券高(利回りは低下)、ユーロ安が進んだ。

ドラギ総裁が今回の政策理事会で協議したことを認めたことで、追加利下げも次の一手の選択肢の1つとして浮上した。ターゲット型資金供給(TLTRO)に関する決定の可能性はあるが、効果は低い。国債等の買入れプログラムの「16年9月末」からの期限延長は既定方針となりつつある。

追加利下げや国債等の買入れ規模の拡大、対象資産の拡大などに踏み切るかは、新興国の景気減速のユーロ圏への波及度合いやインフレ期待、ユーロ相場の動向を注視した上で決めると思われる。

(次回理事会での追加緩和策決定を事実上予告)

欧州中央銀行(ECB)が22日に政策理事会を開催、政策変更はなかったが、12月3日の次回理事会での追加緩和策の決定を事実上予告したことで、株高、債券高(利回りは低下)、ユーロ安が進んだ。

声明文には、事実上の追加緩和の予告として、「(3カ月に1度の) ECB/ユーロシステムのスタッフ経済見通しの公表が予定されている12月3日の次回理事会で金融緩和の度合いについて再審査する」との文言が盛り込まれた。この後、「政策理事会は必要な場合には利用可能なあらゆる手段を用いる意志と能力がある」、「(月600億ユーロの)資産買入れプログラムは、規模、構成、期間を調整する柔軟性を有している」という前回(9月3日)と同じ文言が続く。

政策理事会後のドラギ総裁の記者会見でも、政策理事会では「利用可能なあらゆる手段について豊富な議論が交わされ」、「様子見(wait and see)」ではなく「作業し精査する(work and assess)」会合だったと総括するなど、追加緩和の決定への準備段階に入ったとのトーンを前面に押し出した。

(ECBの次の一手は何か? - 有力な選択肢として浮上した利下げ)

それでは、ECBの次の一手として、いったいどのような追加緩和策を打ち出すと考えられるだろうか。

現在のECBの金融緩和策は、①主要レポ金利0.05%、預金金利をマイナス0.2%、貸出金利を0.3%とする超低金利政策(図表1)、②18年9月を償還期限とするターゲット型資金供給(TLTRO)、③月600億ユーロの国債等を買入れる資産買入れプログラムの3本柱からなる。

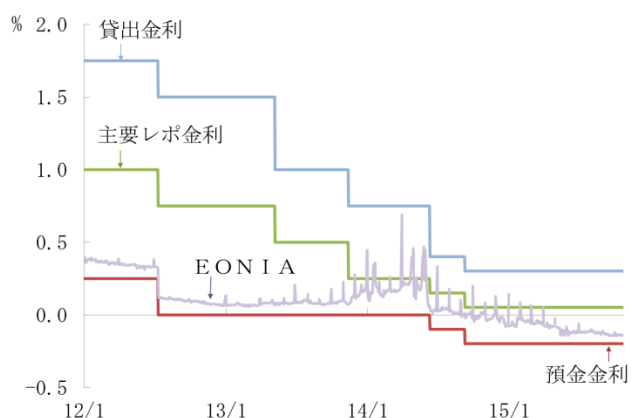
うち、①の政策金利の引き下げは、政策理事会の後、追加緩和策の有力な選択肢として浮上し

てきた。14年9月の利下げ時に「技術的にも下限に達し、もはや調整の余地はない（記者会見でのドラギ総裁発言）」とされ、これまでは議論されてこなかった。しかし、今回の理事会後の記者会見で、ドラギ総裁が選択肢の1つとして議論したことを認めたからだ。

（TLTROに関する決定ではあまり効果は期待できない）

②のTLTROについても何らかの決定はあるかもしれない。TLTROは、14年9月に3か月ごとに15年6月まで合計8回の予定でスタートした。次回の理事会の段階では、TLTROは12月実施分を含めて残り3回のみとなり、プログラムのスタート当初は4年間の償還期間も3年を切るようになるからだ。ただ、TLTROに関する決定だけでは、あまり効果は期待できない。足もとECBの資産規模の拡大に貢献しているのは、国債等の買入れで、TLTROは資金供給残高の減少に歯止めを欠ける役割を果たしている程度だ（図表2）。

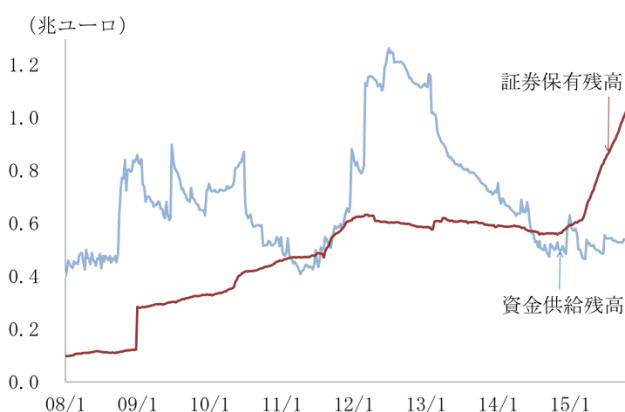
図表1 ECBの政策金利とEONIA



(注) EONIA=ユーロ圏無担保翌日物平均金利

(資料) ECB、EMMI

図表2 ECBの資金供給残高と証券保有残高



(資料) ECB

（国債等の買入れプログラムの期限延長は既定方針）

③の国債等の買入れは「2016年9月末までか、インフレ率が2%以下でその近辺という中期目標に整合的なパスに調整されるまで継続する」方針で今年3月にスタートしたが、「2016年9月末」という当面の期限の延長は、ほぼ既定方針となりつつある。

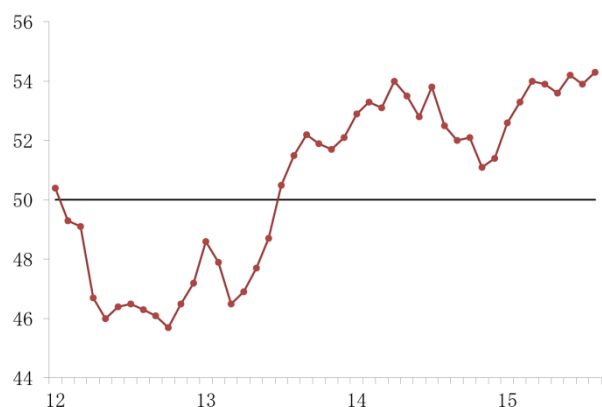
ユーロ圏の景気は、7～9月期も、総合PMI(購買担当者指数)が前期比0.4%成長となった4～6月期並みの水準を維持するなど(図表3)、回復基調を維持している。他方、ユーロ圏のインフレ率は9月には再び前年同月比0.1%のマイナスに転じた(図表4)。インフレ率が再びマイナスに転じた最大の理由は、中国・新興国の減速懸念などで原油価格の下押し圧力が再び強まったことにある。エネルギーと食品を除くCPIは同0.9%で基調が悪化している訳ではない。しかし、ユーロ圏のGDPギャップは現時点で2.5%程度と推計され、ドラギ総裁が記者会見で警鐘を鳴らした「高水準の構造的な失業と低い潜在成長率」の問題解決に必要とされる投資の回復にも弾みがない(図表5)。個人消費こそ、原油安、金融緩和とユーロ安、財政緊縮圧力の緩和といっ

た要因から回復が続いているものの、構造問題は解決していない上に、中国を中心とする新興国経済の減速で、外需は厳しさを増している。米連邦準備制度理事会（F R B）の利上げ先送り観測とともに、ユーロの名目実効為替相場もじわじわと上昇に転じている（図表6）。

国債等の買入れの当面の期限を「2016年9月末」から延長することは既定方針となりつつある。向こう1年間でのGDPギャップ解消は困難で、潜在成長率の持ち直しにつながる投資の力強い回復も期待できない。「インフレ率が2%以下でその近辺という中期目標に整合的なパスに調整される」ことは考え難い

12月の決定が、T L T R O関連や国債等の買入れプログラムの期限延長に留まらず、さらに、追加利下げや国債等の買入れ規模の拡大、対象資産の拡大などに踏み切るかは、新興国の景気減速のユーロ圏への波及度合いや、インフレ期待、ユーロ相場の動向を注視した上で決められると思われる。

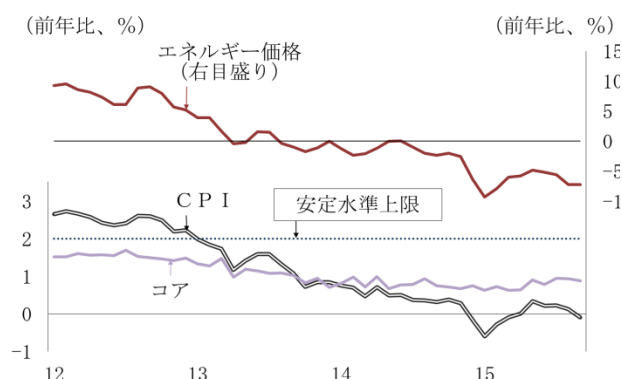
図表3 ユーロ圏総合PMI



(注) 50が生産の拡大と縮小の分かれ目を示す

(資料) Markit

図表4 ユーロ圏のインフレ率

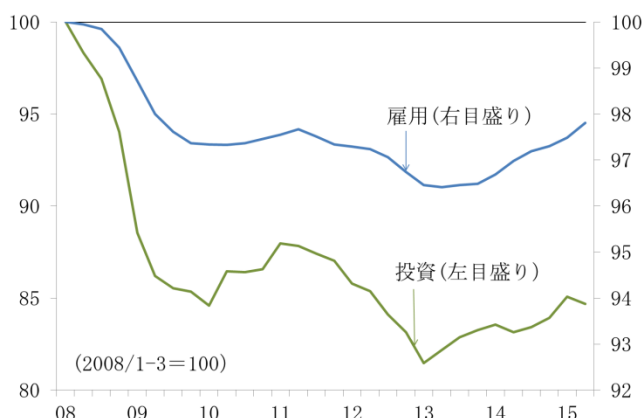


(注) コアは、エネルギー・食品を除くCPI

I

(資料) 欧州委員会統計局

図表5 ユーロ圏：雇用と投資の水準



(資料) 欧州委員会統計局

図表6 ユーロの名目実効為替相場



(資料) E C B

(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。