

経済・金融 フラッシュ

12月3日ECB政策理事会: 穏当な内容 に市場は失望も、選択肢温存に意味

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3日の政策理事会で中銀預金金利引き下げと資産買入れプログラムの期限延長などの追加緩和を決めた。利下げ幅が期待を下回り、資産買入れの規模拡大が見送られたことに市場は失望し、ユーロ高、株安が進んだ。

今回の穏当な決定には、追加策が必要になった場合の選択肢を温存する意味もある。足もとのユーロ圏は追加の大規模緩和を必要としていないが、米連邦準備制度理事会(FRB)が実際に利上げに動き出した後の世界の資金の流れの変化は読み切れない。ECBはユーロ高圧力を警戒している。ユーロ高の阻止は低競争力の回復支援に有効だ。

(追加緩和のメニューは利下げ、資産買入れプログラムの期限延長・対象拡大。規模拡大は見送り)

欧州中央銀行(ECB)が3日の政策理事会で、①3本の政策金利のうち短期金利の指標として最も重要になっている中銀預金金利を0.1ポイント引き下げ(マイナス0.2%→マイナス0.3%、図表1)、②資産買入れプログラムの期限延長(16年9月→17年3月)、③資産買入プログラムで買入れた資産の償還元本の再投資を行う、④資産買入れの対象に地方債を加える、⑤固定金利・金額無制限のオペを少なくとも17年末まで継続することを決めた。3本の政策金利のうち主要オペ金利と中銀貸出金利は据え置かれた。資産買入れプログラムの期限に付されている「2%以下でその近辺の中期物価目標の達成が見通せるまで」という条件は維持された。

前回理事会後の記者会見での事実上の追加緩和予告後、「複数の選択肢の組み合わせによる追加緩和決定」がコンセンサスとなり、様々なメニューが取り沙汰されてきた。事前観測に上がっていたメニューの中では、有力な選択肢と考えられていた月600億ユーロの資産買入れ規模の拡大は見送られた。中銀預金金利の引き下げ幅は0.15%~0.2%という予測も増えていたため、「市場のコンセンサスを超える緩和策」を期待していた市場は失望し、ユーロ相場は1ユーロ=1.06ドルを割り込む水準から1.08ドル台になるなどユーロ高方向に反発した(図表2)。欧州株に始まり米国、アジア株式もほぼ全面安となった。

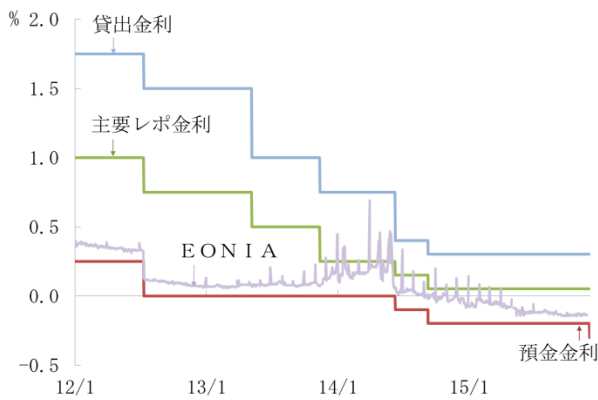
(正当化しにくかった大規模緩和)

ECBの追加緩和の背景には、ユーロ圏のファンダメンタルズの弱さがある。ユーロ圏にとって世界金融危機と債務危機による影響は大きく、GDPギャップは開いたままで、潜在成長率の回復も鈍い(図表3)。特に、大きく低下した投資の水準が回復せず、構造的な失業の解消も進まな

い。

ただ、例えば、一気に中銀預金金利を0.2%引き下げる、あるいは、資産買入れ規模を拡大するような追加の大規模緩和は正当化しづらかった。7～9月期の実質GDP（暫定値）は前期比0.3%（前期比年率1.2%）と従来からECBが想定してきた緩やかな拡大の持続が裏付けられた。足もとでも緩やかな拡大が途切れる兆候はない。実質GDPと連動性が強い総合PMI（購買担当者指数）は、11月もユーロ圏全体で54.4と実質GDPで前期比0.4%相当の水準を維持している（図表4）。

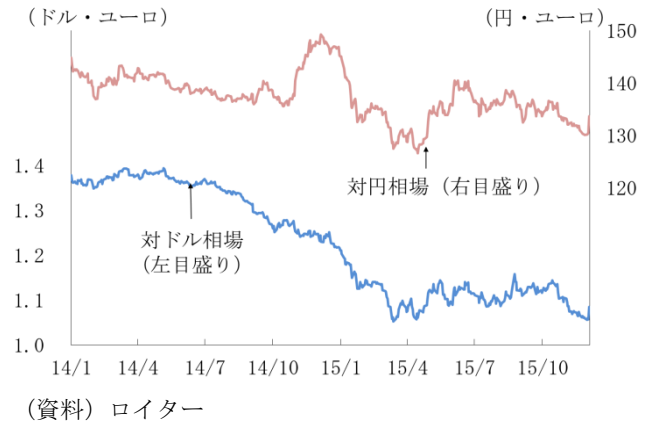
図表1 ECBの政策金利とEONIA



(注) EONIA=ユーロ圏無担保翌日物平均金利

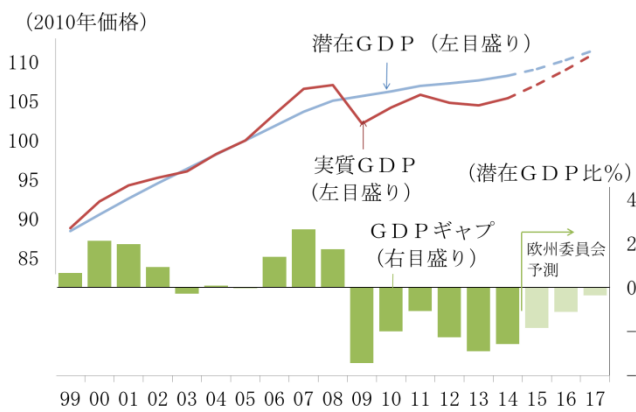
(資料) ECB、EMMI

図表2 ユーロの対円、対ドル相場



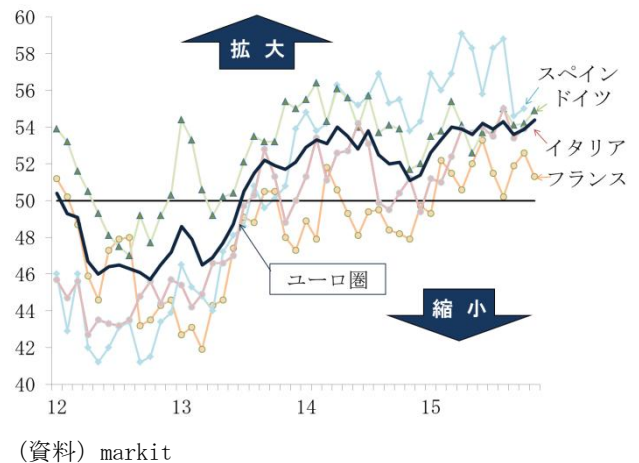
(資料) ロイター

図表3 ユーロ圏の実質GDP、潜在GDP、GDPギャップ



(資料) 欧州委員会「年次マクロ経済データベース (AMECO)」

図表4 総合PMI



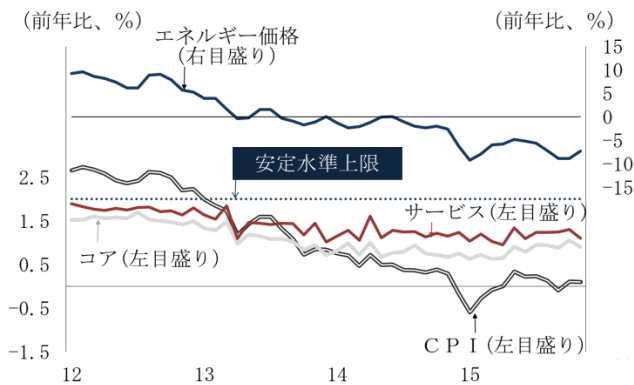
(資料) markit

インフレ率が低位で推移するのも主に外生的な理由による。2日に公表されたユーロ圏の11月のインフレ率（速報値）は、前月と同じ前年同月比0.1%でECBが安定的と見なす「2%以下でその近辺」から大きく乖離しているが、主な要因は世界的原油安によるエネルギー価格の低下にあ

る（図表5）。低インフレは、雇用・所得環境が緩やかながらも回復する中での個人消費主導の回復を支えている面もある。内生的なデフレのリスクが高まっているとは判断できない。

金融政策決定の叩き台となるECBスタッフ/ユーロシステムのスタッフ経済見通しも、16年、17年のインフレ率の見通しの前回9月からの引き下げ幅は0.1ポイントに過ぎず、15年、17年の実質GDPは、逆に0.1ポイント引き上げられた（図表6）。

図表5 インフレ率



(資料)欧州委員会統計局

図表6 ECB/ユーロシステム
スタッフ経済見通し

実質GDP	15年	16年	17年
2015年9月	1.4	1.7	1.8
2015年12月	1.5	1.7	1.9
修正幅	0.1	0.0	0.1

インフレ率	15年	16年	17年
2015年9月	0.1	1.1	1.7
2015年12月	0.1	1.0	1.6
修正幅	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1

(資料)ECB

（ドラギ総裁は、量的緩和の成功を強調。追加緩和は大多数の賛成で決定）

ドラギ総裁は、記者会見で今回の決定の理由を、金融緩和策の効果が、原油価格の低下や新興国の減速などに阻まれたため、緩和の度合いが物価目標の達成に十分ではないと判断したと説明した。繰り返し強調した点は、政策が失敗したからではなく、成功しているから、追加緩和を行なうと判断したという点だ。ドラギ総裁は、今回の決定は、「全員一致ではなく、大多数の賛成」で決定したことも明かしている。資産買入れプログラムによる量的緩和に当初から反対していたバイトマン独連銀総裁などは、景気の回復が続いている中での追加緩和に強く反対したと思われる。こうした反対論への配慮も必要だった。

（追加策が必要になった場合の選択肢を温存する必要も）

今回の穏当な決定には、追加策が必要になった場合の選択肢を温存する意味もある。足もとのユーロ圏は追加の大規模緩和を必要としていないが、米連邦準備制度理事会（FRB）が実際に利上げに動き出した後の世界の資金の流れの変化は読み切れない。

ドラギ総裁は、「資産買入れプログラムの期間、規模、設計の調整は可能」として、環境変化に柔軟に対応する姿勢を強調した。また、プログラムのうち、技術的なパラメーターについては来春見直す方針であることも明らかにした。

中銀預金金利の下限についての質問には、「本日の利下げ決定は適切」と述べるに留め、言質を取らせなかった。

（ECBはユーロ高圧力を警戒。ユーロ高阻止は低競争力の回復支援に有効）

ドラギ総裁は、為替相場に対する質問に、「為替相場は政策目標ではない」との従来の返答を繰り返し、ユーロ相場の下限や上限についての問いに直接答えなかったが、E C Bが世界の資金の流れの変化の過程でユーロ高圧力が強まることを警戒していることは間違いない。

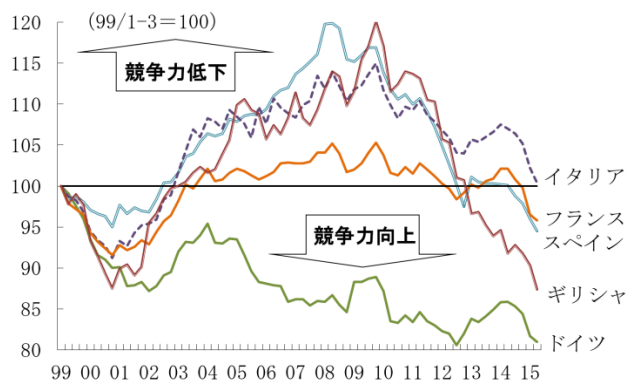
E C Bが注目するユーロの名目実効為替相場は、E C Bが追加緩和の方針を示し始めた昨年春から、量的緩和が始まった今年3月にかけてユーロ安方向への水準訂正が進んだ。しかし、その後、前回の理事会までの間、F R Bの利上げ時期を巡る観測で大きく振れながらも、基調はユーロ高となっていた。前回理事会後のドラギ総裁の事実上の追加緩和予告は、この流れを断ち切る上では極めて有効だった。今回の追加緩和策への失望で、3日の外国為替市場ではユーロ高が進んだが、緩和期待を背景とする調整幅を打ち消すほどではない（図表7）。

図表7 ユーロの名目実効為替相場



(資料) E C B

図表8 ユーロ参加国の実質実効為替相場 (*)



(*) 単位労働コストベース調競争力指数

(資料) E C B

ユーロ高の阻止は低競争力の回復支援に有効だ。ユーロの対外的な為替相場は1つだが、物価の動向や、貿易相手国の構成は国毎に異なるため、これらを考慮した実質実効為替相場の動きはユーロ参加国の間で異なる。ドイツは、ユーロ導入後、不況に悩まされ、その克服のために税・社会保障と労働市場の一体改革に取り組み、企業がそれに応えたことで、2000年代半ば以降、競争力を高めてきた。この時期、借金頼みの成長を続けていた南欧の国々は、生産性に対して高い賃金の伸びが続き、競争力が低下した。世界金融危機と債務危機で、南欧の借金依存の成長は困難になり、雇用や賃金の調整を余儀なくされたことで、割高感は縮小に転じたが、解消には至っていなかった。

E C Bが、14年に追加緩和に動き、ユーロ高に歯止めをかけた恩恵は、低競争力国にとって大きかったと思われる（図表8）。今回の決定も、フランスを含む低競争力国の回復支援が主な狙いと思われる。

(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。