

経済・金融 フラッシュ

9月ECB政策理事会：経済見通し上方修正も政策金利の下方バイアスは維持

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)は、5日の9月政策理事会で7月に導入したフォワード・ガイダンスを確認し、政策金利を据え置いた。スタッフ経済見通しは僅かに上方修正されたが、緩やかなペースでの景気回復とインフレ圧力の抑制という見通しに変わりはなく、見通しのリスクも「下方」で据え置いた。

ECBのガイダンスに関わらず、金利は上振れやすくなっていることから、ドラギ総裁は景気に対する慎重な判断を強調して、市場の過剰な反応を牽制した。過剰流動性の水準も「適正」とし、「必要に応じて行動する用意」があることも強調した。

ECBは 2015 年まで超低金利政策を継続する見通しである。

(ガイダンスを確認、政策金利は据え置き)

欧州中央銀行 (E C B) は、5 日に 9 月の政策理事会を開催した。7 月に導入したフォワード・ガイダンス (政策金利は長期にわたり (an extended period of time)、現在の水準か、それよりも低い水準に留まる) を確認、政策金利の据え置きを決めた。

E C B のフォワード・ガイダンスは、「長期」が念頭に置いている期間や、ガイダンス停止の目安となる指標や水準を特定していない。先月、7 日に英国の中央銀行・イングランド銀行 (B O E) が採用した「失業率 7 %」を閾値とし、四半期毎に作成する「インフレ報告」で向こう 3 年間の失業率予測を公表するガイダンス^(注1)に比べると、E C B のガイダンスはあいまいである。7 ~ 8 月の理事会後の記者会見ではガイダンスの解釈を巡って多数の質問が出た。

今回の記者会見でも、ガイダンスの明確化に関する議論の有無が問われたが、ドラギ総裁は「フォワード・ガイダンスには質的なガイダンスと量的なガイダンスがあり、政策理事会は質的なガイダンスを維持することで全員一致している」と述べ、失業率など特定の指標を政策金利の下方バイアス解除の条件として採用する意思がないことを明言した。

(注1) 概要については、[Weekly エコノミスト・レター 2013-08-09 「イングランド銀行のフォワード・ガイダンスー失業率 7 %が超低金利政策解除の目処」](#)をご参照下さい。

(スタッフ経済見通しは僅かに上方修正)

ユーロ圏の経済指標には、先月 14 日公表の 4 ~ 6 月期 G D P が前期比 0.3 % と 7 四半期ぶりのプラスに転じるなど、ようやく下げ止まりの兆候が表れて来た。4 ~ 6 月期の成長率は、天候要因の反動などで実勢以上に強めの数値となった部分があるが、7 ~ 9 月期に入っても、実質 G D P と連

動性が強い総合PMI（購買担当者指数）が活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を上回るなど回復基調は続いていると思われる。

5日に公表されたECBのスタッフ経済見通しは、成長率見通し（以下はレンジの中央値）は13年前年比マイナス0.4%、14年同プラス1.0%で、前回6月の同マイナス0.6%、同プラス1.1%から13年は上方修正、14年は下方修正された。インフレ見通しは、13年が前年比1.5%、14年同1.3%であり、前回6月の同1.4%、同1.3%から13年は上方修正、14年は据え置きであった（図表）。修正幅はいずれも僅かであり、緩やかなペースでの景気回復とインフレ圧力の抑制という見通しに変わりはない。経済見通しに対するリスクも「下方」で据え置いた。

図表1 ECB／ユーロシステムのスタッフ経済見通し

		2013年			2014年		
		下限	上限	中央値	下限	上限	中央値
実質GDP成長率	前回(13年6月)	-1.0	-0.2	-0.6	0.0	2.2	1.1
	今回(13年9月)	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	2.0	1.0
インフレ率(HICP)	前回(13年6月)	1.3	1.5	1.4	0.7	1.9	1.3
	今回(13年9月)	1.4	1.6	1.5	0.7	1.9	1.3

(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

(資料) ECB

（ドラギ総裁は市場の金利上昇期待を牽制。3年物資金前倒し返済でも過剰流動性の水準は「適正」）

政策金利のバイアスを下方とするガイダンスにも関わらず、ユーロ圏の金利は経済指標の改善によって上振れやすくなっている。ドラギ総裁は、「私は景気の回復に対してとてもとても慎重である」、「熱狂に加わることはできない」、「景気回復の芽はまだとてもとても若い」といった表現で景気の先行きに対する慎重姿勢を強調、市場金利の過剰な動きを牽制した。

金利上昇は3年物オペ資金の前倒し返済などで過剰流動性の削減が進みつつあることも関係していると思われる。ECBは2月の月報に「過剰流動性が1000億ユーロから2000億ユーロのレンジを下回ると短期市場金利の低位安定効果が薄れる」との見方を示している。この点について、ドラギ総裁は、「過剰流動性は（2度目の3年物資金供給後の）ピークの8000億ユーロから2500億ユーロに減少」しているが、その水準は「適正」であり、域内の金融市場の分断が緩和しつつあることの表れとして前向きに評価した。また、過剰流動性の水準と市場金利の関係については必ずしも「安定的ではない」とし、「必要に応じて行動する用意がある」とも改めて強調した。

（OMT成功の鍵は目標設定と制度設計）

ECBの非標準的手段の縮小は、資金供給残高の縮小以外でも進みつつある。国債の買い入れ残高は、1年前に導入を決めた新たなプログラム・OMTの導入で新規買い入れを停止したSMPの残高が償還によりピーク時の2193億ユーロから8月末には1907億ユーロまで減少、金融機関が発行するカバード・ボンドの買い入れ残高もピークの707億ユーロから599億ユーロまで減少している。

OMTについては、未実行のままユーロ圏の国債市場の安定化という目的を遂げたことになる。OMTがこのような形で効果を発揮した理由について、ドラギ総裁は「ユーロ崩壊というテール・リスクに対するプレミアムに対処するという現実的な目標設定と、条件付きで金額無制限の買い入れを行うという制度設計に対する信頼」を挙げた。

（ ECBの政策金利据え置きは 2015 年まで続く見通し ）

ECBは2015年まで超低金利政策を継続すると見ている^(注2)。今回公表されたECBのスタッフ見通しのとおり、ユーロ圏経済の回復は極めて緩やかなペースに止まり、内生的なインフレ圧力は弱い。債務危機国を中心とする金融システム健全化への取り組みも道半ばであることなどが理由である。

（注2）ユーロ圏の経済見通しについては、9月10日発行予定のWeeklyエコノミスト・レターをご参照下さい。

（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。