

「追加緩和」に備え始めるECB

9月3日政策理事会のレビュー

欧米調査部上席主任エコノミスト

吉田 健一郎

03-3591-1265

kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

- 9月3日のECB政策理事会は、追加緩和の可能性を示唆するものとなった。声明文では、欧州版QEプログラムについて「必要とあれば2016年9月以降も実施する意向」が示された。
- ECBが緩和的な方向に舵を切った背景には、中国をはじめとした新興国経済の減速とそれに伴う金融市場の急変による、物価や経済見通しの下振れリスクの高まりがある。
- ECBは、追加緩和にいつでも踏み切れる体制を整えつつある。今後のインフレ率が緩やかな回復に止まるであろうことを勘案すれば、いずれECBは追加緩和に踏み切るだろう。

1. 追加緩和の可能性を示したECB政策理事会

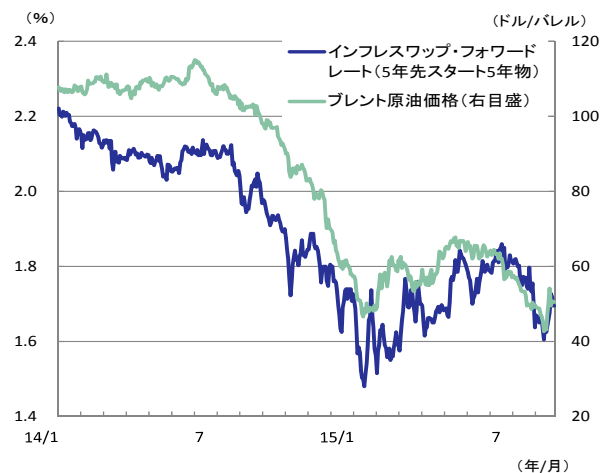
9月3日に行われた欧州中央銀行（ECB）政策理事会は、追加緩和の可能性を示唆するものとなった。ECBは、「欧州版量的緩和（QE）」である資産購入プログラム（APP）のうち、国債購入を含む公的セクター債券購入プログラム（PSPP）について、金額や期間については現状のままとしたが、QE対象債券の銘柄当たりの購入上限を、現在の発行残高対比25%から33%に引き上げた。

理事会後の声明文では、QEの実施期間について「2016年9月まで実施する意向」という従来の文言から、「必要とあれば2016年9月以降も実施する意向」との修正がなされた。同時に、QEプログラムの「規模、資産構成、期間の変更に関する十分な柔軟性」についても新たに声明文の中に明記された¹。今回の理事会では、具体的な追加緩和措置こそとられなかったものの、将来の追加緩和の可能性を意識させる、ハト派な内容であった。

購入債券の上限を引き上げた理由について²、ドラギ総裁は、理事会後の記者会見の中で「円滑に（QE）プログラムを実行するため」であり、「（QEプログラムの）完全実施を行うというサイン」であると述べた。ECBにとってのQEの完全実施とは、一義的には現在行われている毎月600億ユーロの債券購入を円滑に実施することを指す。

ただ、「完全実施」という発言には、購入可能額を増やすことによって、緩和強化に繋げる

図表1 ブレント原油価格と中期インフレ期待



(注) インフレスワップ・フォワードレート(5年先スタート5年物)は、5年後から5年間の平均インフレ率に対する市場参加者の予測値を示す。
(資料) Bloombergよりみずほ総合研究所作成

という意味合いもあろう。油価下落によりインフレ率が下振れる中で、債券購入上限引き上げという今回のECBの政策変更、最近行っているPSPPにおける政府機関債の購入適格対象拡大といった措置を併せて考えると、ECBは、必要とあらば追加緩和にいつでも踏み切れる体制を整えつつある。

もっとも、上記の金融市場の変化が起こり始めたのは、8月半ば以降である。ドラギ総裁は、理事会後の記者会見において、新興国経済の減速がECBの目指す物価安定にどの程度影響するのかを評価するのは「時期尚早」であり、その影響が「一時的か恒久的か」判断せねばならないと述べた。今回の理事会においては、追加緩和に対する「備え」を進めていることを市場に示すに止めたと言えよう。

2. 新興国リスクに身構えるECB

ECBが緩和的な方向に舵を切った背景には、中国を始めとした新興国経済の減速と、それに伴う金融市場の急変による、物価や経済見通しの下振れリスクの高まりがある。中でも、中国経済の減速懸念台頭により原油価格が下落したことで、ヘッドラインのインフレ率や、市場ベースでの中期インフレ期待を測る指標としてECBが重視している、インフレスワップ・フォワードレート（5年先スタート5年物、5年後から5年間の平均的なインフレ率の予想を示す）が大きく低下したことに、ECBは警戒感を強めたとみられる（前頁図表1）。また、名目実効ユーロ相場も、対ドル中心に大きく上昇し、油価同様に物価回復の重石となり始めている。

実際、同時に発表されたECBのスタッフ見通しでも、インフレ率、経済成長率が共に引き下げられた（図表2）。インフレ率の下方修正は、油価の前提が6月のスタッフ見通しから大きく下方修正されたことが主因であるが、エネルギー、食料品の影響を除くコアインフレ率についても、2017年の見通しが下方修正された。また、GDP成長率については、新興国経済の減速を映じて輸出が大きく下方修正された（図表3）。一方で、油価下落の影響を映じ、個人消費は上方修正された。

また、ECBのスタッフ見通しの中では、中国経済の更なる減速、米連邦準備制度理事会（FRB）の市場予想を上回るペースでの利上げによる長期金利上昇、ブラジルなど新興国経済の更なる減速と

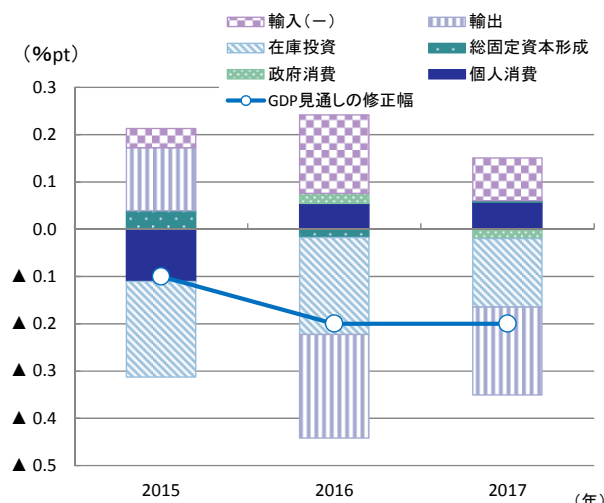
図表2 ECBスタッフによる見通し

		単位	2015	2016	2017
2015年 6月予測	実質GDP	%	1.5	1.9	2.0
	CPI総合	前年比、%	0.3	1.5	1.8
	CPIコア	前年比、%	0.8	1.4	1.7
	原油価格	ドル/バレル	63.8	71.0	73.1
	ユーロ相場	ドル/ユーロ	1.12	1.12	1.12
2015年 9月予測	実質GDP	%	1.4	1.7	1.8
	CPI総合	前年比、%	0.1	1.1	1.7
	CPIコア	前年比、%	0.9	1.4	1.6
	原油価格	ドル/バレル	55.3	56.1	60.9
	ユーロ相場	ドル/ユーロ	1.11	1.10	1.10
予測の 差	実質GDP	%pt	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1
	CPI総合	%pt	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
	CPIコア	%pt	0.1	0.0	▲ 0.2
	原油価格	ドル/バレル	▲ 8.5	▲ 14.9	▲ 12.2
	ユーロ相場	ドル/ユーロ	▲ 0.01	▲ 0.02	▲ 0.02

(注)CPIコアは、エネルギー、食品を除く総合。

(資料)ECBよりみずほ総合研究所作成

図表3 ECBスタッフによるGDP見通しの修正幅



(注)折れ線グラフはGDP見通しの修正幅。棒グラフは、折れ線グラフの寄与度。輸入は、上方修正の場合はマイナス寄与。

(資料)ECB、Eurostatよりみずほ総合研究所作成

いった「3つのリスクシナリオ」が挙げられ、これらが顕在化した場合は、ユーロ圏の2016年のGDPを0.1～0.2%pt更に引き下げる可能性があるとの指摘がなされた。

3. ECBはいずれ追加緩和に踏み切る公算

みずほ総合研究所では、2015・16年のGDP成長率やインフレ率について、ECBの予想を依然下回る緩慢な回復に止まると予想している。いずれ、ECBは追加緩和に踏み切るだろう。追加緩和の選択肢として挙げられるのは、①毎月600億ユーロのQE購入額の増額、②QE購入対象の拡大、③QE購入対象年限の延長、④声明文の変更等を通じたQEプログラム期間の延長などとなる。

市場の急変が収まった場合は、想定以上の物価の緩慢な回復を理由に、④の声明文変更を通じたQEプログラム期間の延長が行われる可能性が高いと考えている。QEプログラム自体は、終了の時期は定められていないが、声明文のなかでは「必要とあれば2016年9月以降も実施する意向」と明記されている。今後は、時期を示す文言の変更や削除などを通じて、ガイダンス強化を図る可能性などが挙げられる。

一方で、中国を始めとした新興国経済の失速等により、油価の続落やユーロ相場の続騰といった市場環境の悪化が更に続いた場合は、①のQE増額や②購入対象拡大など、より即効性が高い追加緩和の可能性が高まることとなる。今回の決定を受け、次回10月22日理事会や、スタッフ見通しも発表される次回12月3日理事会には、従来以上に注目が集まろう。

¹ ECBのチーフエコノミストであるプラート専務理事は、8月26日のインタビューの中で、「(QEプログラムは)特に、規模や構成、期間において十分な柔軟性が与えられている」と述べており、今回の声明文の加筆は、そうしたECBの見解を改めて表明するものとなった。

² 今回発表された各債券の購入上限の引き上げは、3月4日のECBに関するEU決定、第5条1項に基づくもので、同項では「6カ月後の理事会による上限値(25%)の見直し」が定められている。これまで1銘柄当たりの債券購入上限が25%とされてきたのは、債券に付随している集団行動条項(CAC条項)発動への拒否権を、ECBが保有することを防ぐためである。CAC条項とは、債券を保有している投資家の多数決により、事後的に元本削減など債券の条件変更を可能にする契約条項のことで、債務再編などの必要が生じた場合の為にある。しかし、ECBは、加盟国への財政援助がEU運営条約上禁じられていることから、国債へアカットなどの債務再編には反対票を投じねばならず、結果的に円滑な債務再編を妨げてしまう可能性がある。そこで、ECBは、QE実施に当たり、25%以上の債券保有を避け、自らが少数債権者となるようにQEプログラムの制度設計を行った。この点に関し、今回の債券保有上限の引き上げについては、「ケース・バイ・ケース」で行うこととされ、ECBが25%超の債券を保有することでCAC条項への拒否権が発生してしまうような場合には、保有上限は25%に止まるものとされた。