

ECBの出口戦略の道筋を考える

資産購入の減額は緩やかに、注目は独賃金統計

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

- 7月20日の政策理事会において、ECBは金融政策の現状維持を決定した。今回の会合では、来年にも始まると予想される政策変更の内容に関する追加的な情報発信は行われなかった。
- ECBからの情報発信に関する最近の重要な変化は、ECBが物価のみならず需給ギャップの改善によっても資産購入額を減額する可能性を示唆した点である。
- ECBにとり悩ましいのは、需給ギャップが縮小している割に、基調的なインフレ率の上昇が起きていない点である。資産購入の全体像を2017年内に決めるのは難しく、減額は緩やかに行われよう。

1. 7月20日のECB政策理事会では政策変更の内容に関する追加情報は無し

7月20日に行われた欧州中央銀行（ECB）の政策理事会では、政策金利（預金ファシリティ金利：▲0.4%）、資産購入額（600億ユーロ/月）、フォワード・ガイダンス（政策指針）ともに現状維持が決定された。今回の会合では、来年にも始まると予想される政策変更の内容に関する追加的な情報発信は行われなかった。

政策理事会後の記者会見において新たに加わった情報としては、政策変更の決定時期は事前に設定されないことが決まったことだ。ECBのドラギ総裁は「（資産購入策の）将来的な変更を議論する正確な日程を設定しないことを全会一致で決定した。言い換えれば、我々はこの秋に議論するということだ」と述べた。

総裁は、一部で報じられていたECBスタッフに対して資産購入減額等の選択肢を検討するような指示を「行っていない」と否定し、「9月（の理事会）に何を行うかは議論していない」ことも述べ、9月の政策理事会で政策変更が発表されるのではという市場期待の沈静化を図った。しかし、為替市場ではドラギ総裁が上記の「この秋に議論する」と述べた点に反応し、ユーロ高が起きた。

2. ECBの出口戦略の道筋は？

以下では、ECBの出口戦略の道筋について考えてみたい。ECBのフォワード・ガイダンスやこれまでドラギ総裁が発してきた情報などを基に、筆者の考える出口戦略の全体的なイメージを示すと次頁図表1の通りとなる。まず、毎月600億ユーロの規模で行っている資産購入については、景気回復や物価動向をにらみつつ徐々に減額される（図表1の②の部分）。減額の後、基調的なインフレ率が上昇に向かっていると判断されれば、最終的に資産購入は停止される（同③の部分）。但し、ECBのバランスシート上の資産残高を一定に保つために、再投資政策は継続されることになるだろう。資産

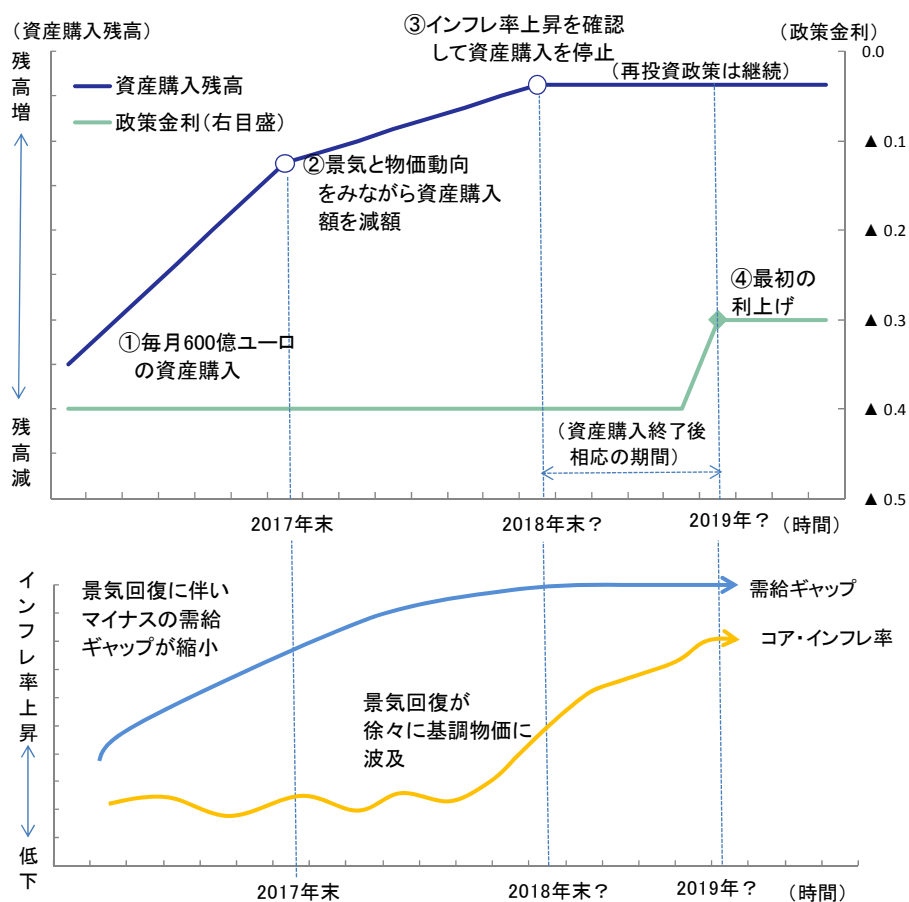
購入停止から「十分な」期間が過ぎた後に、政策金利の引き上げが行われる（同④の部分）。

重要な点は、図表1の②の部分、つまり資産購入の規模は、物価動向だけでなくマイナスの需給ギャップの縮小（＝景気回復）によっても減額され得る点だ。6月27日にポルトガル・シントラで行われたECBフォーラムの中で、ドラギ総裁は、「景気が回復しても、政策スタンスが変わらなければ、同じ政策であってもより経済には緩和的に効いてしまう。中央銀行は、政策ツールのパラメータを調整することによって、緩和の度合いを一定に保つことが出来る」と述べた。この総裁発言は、資産購入に関するECBの政策反応関数の中に、物価だけでなく需給ギャップ（＝景気動向）が組み込まれた可能性があることを示している。

ECBの資産購入に関するフォワード・ガイダンスの中では、資産購入の期間に関して「ECBの政策目標である2%に向けた物価上昇を見通せる時点まで続ける」旨が表明されている。ECBの政策パッケージは、景気回復に伴う需給ギャップの縮小に伴い、やがては物価上昇率が加速するというECBの物価見通しが前提となっていると捉えることが出来る。

なお、景気や物価動向とは別に、資産購入額の法的購入上限が近づいているという問題や、多額の国債購入の継続が各国のモラルハザードを招き、財政規律が緩むのではないかといった問題もある。ECBとしては、ユーロ圏の景気が回復し、政治不安も後退した現状を捉え、巨額な資産購入からの脱却を急ぎたい気持ちはあるだろう。

図表1 ECBが想定する出口策への道筋（イメージ図）



3. 資産購入額の減額は緩やかなものとなり、利上げは2019年以降に

上記のように、ECBの出口策への道筋は、需給ギャップの縮小がやがては物価に波及することを前提として組み立てられている。しかし、ECBにとり悩ましい点は、景気回復によりマイナスの需給ギャップが縮小している割に、基調的なインフレ率の上昇が起きていないことである。足元で基調的なインフレ率に上昇の兆しが見られない中で、資産購入停止までの全体像を2017年内に決定することは難しい。

基調的な物価判断を行う場合、物価指標の中でも振れの大きいエネルギーや食料品などの項目を除いたコア・インフレ率の推移が重要となる。どの水準までコア・インフレ率が上昇すれば、緩和からの脱却にゴー・サインを出せるのかという判断は難しいが、過去のコア・インフレ率とECBの政策金利の推移をみると図表2の通りとなる。2008年以降にコア・インフレ率が前年比+1.5%を上回っていた期間はほとんどない。前年比+2.0%に近い水準までコア・インフレ率が上昇するのを待っている、前述した資産購入の量的限界に達してしまう可能性もあろう。ラフなイメージとしては、現在前年比+1%近傍のコア・インフレ率が同+1.3%~+1.4%程度まで上昇し、安定的に推移すれば、金融正常化としての資産購入の停止や利上げは正当化されるのではないかと。現在、みずほ総合研究所では、足下の景気回復に伴って、2018年末頃にはコア・インフレ率が同+1.3%に達すると予想している。

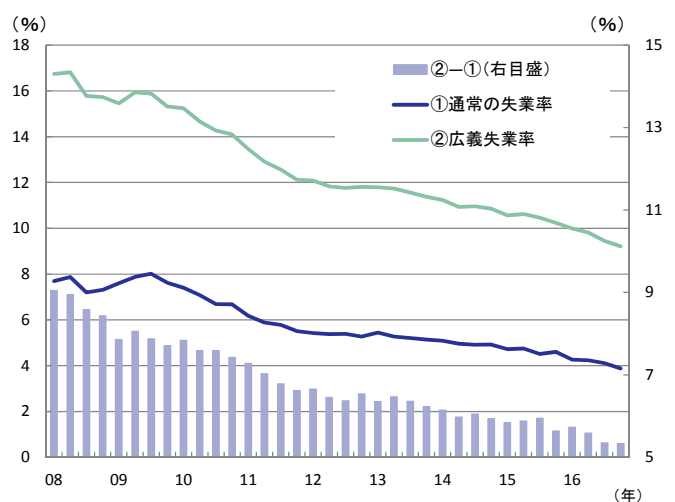
ユーロ圏全体のコア・インフレ率の先行指標としてECBが注目しているのは、ドイツの賃金動向であると言われる。賃金と物価の関係は「鶏と卵」の関係のような側面はあるものの、企業の生産性上昇率が賃金上昇率が上回れば労働コストが上昇し、やがては価格転嫁が起これば物価が上昇すると考えられる。ドイツでは失業率が3.9%と東西ドイツ統合後の最低水準まで低下し、労働需給のひっ迫が示唆される。就業を諦めてしまった労働者や、現在の雇用に満足していない就業者なども含めた広義の失業者を含めて考えたとしても、ドイツでは広義失業率と一般的な失業率の乖離は縮小している(図表3)。

図表2 ユーロ圏のコア・インフレ率と政策金利



(注) コア・インフレ率は、エネルギー・食料品等を除く総合。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表3 ドイツの通常の失業率と広義失業率



(注) 広義失業率は、通常の失業者にカウントされない、職探しを諦めてしまった労働者や、すぐに就業できない労働者、就業しているものの現在の雇用に満足していない就業者を勘案して計算された失業率。みずほ総合研究所による季節調整。
(資料) Eurostatより、みずほ総合研究所作成

但し、ドイツの賃金交渉が過去の総合インフレ率を勘案して決まり、かつ労使交渉は原則的に2年ごとに行われるバックワード・ルッキングの側面が強いことから、2016年央以降の総合インフレ率の上昇が賃金に反映されるのは、2018年以降と考えられている。ドイツ連銀が発表する2018年1月の月次賃金統計は同年3月頃、連邦統計局が発表する2018年1～3月期の妥結賃金は同年5月末頃、産業別賃金統計は6月後半頃に発表される予定である。ECBは、こうした賃金統計を確認した後に資産購入停止の判断を行いたいと考えるだろう。

現時点での資産購入減額や利上げの見通しは以下の通りである。まず、資産購入について、ECBは、9月または10月の政策理事会で、半年間の延長と毎月600億ユーロから400億ユーロへの減額を決めると予想する。次いで、ドイツの賃金統計が上昇していけば、2018年6月時点で200億ユーロに減額のうち同年末まで期間を延長し、最終的に同年末の政策理事会で資産購入の停止に踏み切ると予想している。利上げについては2019年以降となり、コア・インフレ率が前年比+1.3～+1.4%前後で持続的に推移していることが必要条件となるのではないかと予想している。

なお、報道によれば、ドラギ総裁は8月24日～26日に米ジャクソンホールで開催される年次カンファレンスに3年ぶりに出席する予定である。9月7日の次回政策理事会に向けた情報発信を行う可能性があることから、注目が集まるだろう。

(参考文献)

European Central Bank (2017), “Communication of monetary policy in unconventional times”, Working Paper Series No2080, June 2017