

量的緩和の終了を決めたECB

6月14日の政策理事会のレビュー

欧米調査部主任エコノミスト

松本 惇

03-3591-1199

atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp

- ECBは、資産購入プログラム下での資産購入を今年10月に減額した上で同12月に終了すること、償還を迎えた資産の再投資を継続すること、来年夏にかけて金利を据え置くことを決定した。
- 今回の決定の背景として、賃金上昇率の上昇などを踏まえ、ECBが物価見通しの達成に向けて「自信」を強め、「インフレ率の持続的な調整」を確認したことが挙げられる。
- ECBが予定通り資産購入を減額・終了出来るかは、今後の経済指標次第である。米国の通商政策に起因して企業の雇用計画や投資計画などが下振れれば、ECBは予定通り動けない可能性がある。

欧州中央銀行(ECB)は、金融政策の正常化に向けて一歩前進した。ラトビアの首都リガで行われた6月14日の政策理事会では、資産購入額を2018年10月から減額して同年12月末で終了すること、償還を迎えた資産の再投資を継続すること、政策金利を少なくとも2019年夏にかけて現行水準で据え置くこと、の3つが全会一致で決定された。以下、決定の具体的な中味やその背景をみていく。

1. 理事会の決定内容

今回の政策理事会では、大きく分けて3点が決定された(図表1)。第1に、資産購入プログラム(Asset Purchase Programme: APP)下での国債等の資産購入が、2018年9月末までは現在の規模(300億ユーロ/月)が維持され、経済指標がECBの中期的なインフレ見通しと整合的であることを条件に、同年10月から150億ユーロ/月に減額され、同年12月末で終了されることになった。

図表1 6月14日の政策理事会におけるECBの決定事項

資産購入の減額・停止
APPに基づく資産購入は、2018年9月まで現行の300億ユーロ/月で継続
経済指標がECBの中期的なインフレ見通しと整合的であれば、資産購入は2018年10月より150億ユーロ/月に減額され、同年12月末で終了
再投資の継続
APP下で購入され償還を迎えた資産については、その元本分の再投資が継続
再投資は、APP終了後も長期に亘り、且つ、流動性環境の良好さや金融政策の緩和度合を維持するのに必要なだけ継続
最初の利上げ時期
政策金利は、少なくとも2019年夏かけて、且つ、インフレ率の推移がECBの想定と整合的であるために必要なだけ、現行水準で据え置き

(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

第2に、A P P 下で購入され償還を迎えた資産については、その元本分の再投資が継続されるという従前の方針が踏襲されることになった。継続期間は、A P P 終了後も長期に亘り、且つ、流動性環境の良好さや金融政策の緩和度合いを維持するのに必要なだけとされている。

第3に、政策金利に関しては、少なくとも2019年夏にかけて、且つ、インフレ率の推移がE C Bの想定と整合的であるために必要なだけ、現在の水準で据え置かれることになった。現在の政策金利は、主要リファイナンス・オペレーション金利が0.00%、限界貸出金利が0.25%、預金ファシリティ金利が▲0.40%となっている。

E C Bは、2018年1月にA P P 下での資産購入額を半減(600億ユーロ/月→300億ユーロ/月)させ、同年3月には、資産購入の規模・期間を情勢次第で拡大・延長するという所謂「緩和バイアス」を声明文から削除し、金融政策の正常化に向けて歩を進めてきた。今回の政策理事会での決定により、E C Bは正常化に向けてまた一步前進したと評価される。

2. 決定の背景

E C Bは「インフレ率の持続的な調整(sustained adjustment in the path of inflation: SAPI)が確認される」まで資産購入を続けるとしてきた。今回理事会でE C BがA P Pの将来的な減額・終了との決定に至ったのは、E C BがSAPIを確認したためである。

(1) SAPI確認の基準とこれまでの評価

SAPIとは、インフレ率が中期的に2%目標に「収斂(convergence)」する見通しであるか、その見通しが資産購入終了も揺るがないという意味で「頑健(resilience)」であるか、そうした見通しの実現に対してE C Bが「自信(confidence)」があるかの3点で評価されてきた。

前々回3月8日の政策理事会の段階で、「収斂」と「頑健」の2つに関しては満たされたとの判断が共有された模様だが、残る「自信」については、理事会メンバー間で見解に相違があった。景気拡大などを背景に「自信」は限界的に強まり、それ故、同理事会では前述の通り「緩和バイアス」が声明文から削除されたものの、SAPI達成を宣言出来るほど「自信」は強く無かったようだ。

前回4月26日の理事会では、年初の景気拡大ペースの鈍化がE C Bの想定以上であるために景気見通しに係る不確実性が増大していること、米国の通商政策に起因する景気下振れリスクが顕著であることから、やはりSAPI達成は見送りとなった。その上で、6月15日の政策理事会までに発表される諸情報を精査する必要があるとの認識が共有された。

(2) 今回理事会におけるSAPIの評価

今回理事会の声明文には、「現状、SAPI達成に向けて大幅な進展がみられた(progress towards a sustained adjustment in inflation has been substantial so far)」との文言が追加された。これは、中期的にインフレ率が目標に収斂するという見通しに対し、E C Bが「自信」を持ち、SAPI達成を確認したことを意味する。

E C Bが「自信」を持った背景は3つある。第1に、そして最も重要なのが、賃金上昇率の上昇だ。2018年1~3月期のユーロ圏妥結賃上げ率は前年比+1.9%、同期のユーロ圏一人当たり雇用者報酬は同+1.9%と、各々、2017年10~12月期の+1.6%、+1.5%から高まった(次頁図表2)。賃金上昇率は、SAPI確認の上でE C Bが重視する指標とされている。E C Bは、これを労働需給の逼迫による持続的

な動きと捉え、「心強い(pretty encouraging)」と評した。

第2に、声明文に追加された通り、「インフレ見通しに係る不確実性の後退(uncertainty around the inflation outlook is receding)」だ。景気指標に弱い動きがみられるとは言え、景気の堅調且つ広範な拡大が続いていること、足元のインフレ率に持ち直しの動きがうかがわれること、そして、賃金上昇率が上向いていることなどが、不確実性後退の背景と考えられる。ECBスタッフの経済見通しにおいては、インフレ率の予測レンジが縮小し、これも不確実性の後退を示唆している(図表3)。

第3に、従前と同様、長期的なインフレ期待が安定し、デフレリスクが消滅していることだ。金融市場が織り込むインフレ期待の指標や、ECBがエコノミストなどを対象に行う専門家調査(Survey of Professional Forecasts)における長期インフレ率の予測値は安定的である。

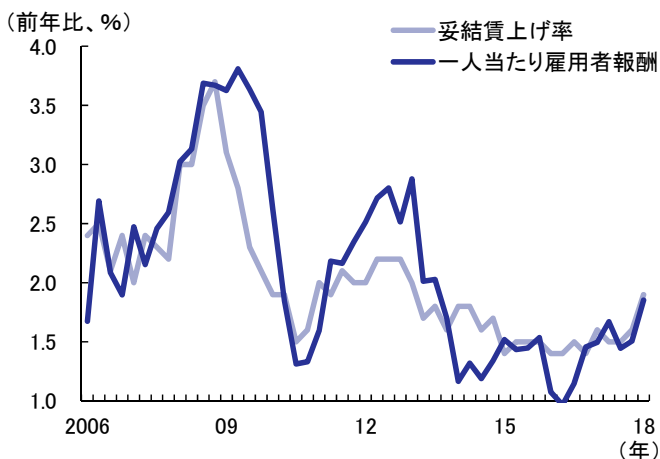
5月のユーロ圏合成PMIが2カ月連続で低下して景気拡大ペースの鈍化を示唆するなど、前回4月26日の政策理事会以降に発表された諸指標には弱さもみられた。ドラギ総裁も「想定される以上にソフトパッチが長くなるのも当然である」と認めた。しかし、同時に総裁は、「それでも景気の基調的な強さは変わらない」と付言しており、ECBの景気認識は殆ど変わっていないと思われる。スタッフ見通しにおいても、GDP成長率は、2018年こそ1~3月期の下振れを反映して下方修正されたが、2019年・2020年は据え置きとなっている。以上を踏まえ、ドラギ総裁が言及した通り、ECBは『『自信』を持った(we saw that we can declare ourselves confident)』のである。

(3) 金利据え置きに言及

声明文において「少なくとも2019年夏にかけて政策金利を現行水準で据え置き」と言及されたのは、意図せざる金融引き締めを抑制する狙いがあったと思われる。

元々、政策金利については「APPの実施期間を十分に超えて低位にとどめられる」と述べられ、「利上げはAPPの終了後」という順序が示されていた。今回、APPの終了時期が明確化されたことで、次の関心は利上げ時期に移る。「十分に超えて」という曖昧な表現のままでは、早期の利上げ観測が強まって、金利が上昇したり、ユーロ高が進んだりする可能性があった。そのためECBは、意図せざる金融引き締めを避けるべく、「少なくとも2019年夏にかけて」と明確な時期を示すと同時に、政策の柔軟性を維持するため、「インフレ率の推移がECBの想定と整合的であるために必要なだけ」という条件を追加したと思われる。

図表2 ユーロ圏賃金関連統計



(資料) Eurostat, ECBより、みずほ総合研究所作成

図表3 ECBスタッフ見通し

(単位: %)

		2018	2019	2020
GDP成長率	6月	2.1 [1.8~2.4]	1.9 [0.9~2.9]	1.7 [0.6~2.8]
	3月	2.4 [2.1~2.7]	1.9 [0.9~2.9]	1.7 [0.7~2.7]
インフレ率	6月	1.7 [1.6~1.8]	1.7 [1.0~2.4]	1.7 [0.9~2.5]
	3月	1.4 [1.1~1.7]	1.4 [0.6~2.2]	1.7 [0.8~2.6]
コア・インフレ率	6月	1.1	1.5	1.9
	3月	1.1	1.5	1.8

(注) []は予測レンジ。

(資料) ECBよりみずほ総合研究所作成

3. 予定通りにECBはAPPを減額・終了出来るか

今後注目されるのは、ECBがAPPを予定通りに減額(10月)・終了(12月)出来るかである。それらは、経済指標がECBの中期的なインフレ見通しと整合的であるか、端的に言えば、景気や物価がECBの想定通りに推移するかに依る。

この点、米国の通商政策がユーロ圏に及ぼす影響には特に注視が必要である。米国は、5月末、欧州連合(EU)から輸入される鉄鋼・アルミ製品への関税賦課を決め、EUはそれに対して対抗措置を講じる方針を示した。関税賦課や対抗措置がユーロ圏経済に及ぼす直接的な影響は限定的であるが、通商問題の混迷化は企業マインドの冷え込みに繋がり得る。今回理事会の声明文でも、「保護主義の強まりによる脅威など、グローバル要因に関連した不確実性は以前よりも強い」と言及されている。

発表済みの統計には既に弱さもみられる。例えば、5月のユーロ圏合成PMIが低下したのは、発表元のMarkit社によると、通商問題が一因のようだ。今後、現時点では堅調さを保つ雇用関連や投資関連の指標にまで弱さが広がれば、ECBが予定通りAPPを減額・終了出来ない可能性がある。

そもそも、今回の判断の根拠となった賃金上昇率の上昇に関しては、持続性が不透明である。労働市場の需給が逼迫していることは事実であるが、理事会内におけるタカ派の主張を通すため、1四半期だけ上向いた賃金動向を過度に重視しているようにも見受けられる。また、足元でインフレ率に持ち直しの動きがうかがわれると評価されているが、5月の物価指標の改善(インフレ率:4月前年比+1.2%→5月同+1.9%、食料・エネルギーを除くコア・インフレ率:同+0.7%→同+1.1%)には一時的要因が強く影響した可能性があり、物価の基調が変化したのか疑わしい。これら賃金・物価指標に再び弱さがみられれば、今回理事会の政策判断の正当性が問われることになるだろう。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。