

## 転機を迎える ECB の金融政策

### ～ 近づく QE のテーパリング～

山口 勝義

#### 要旨

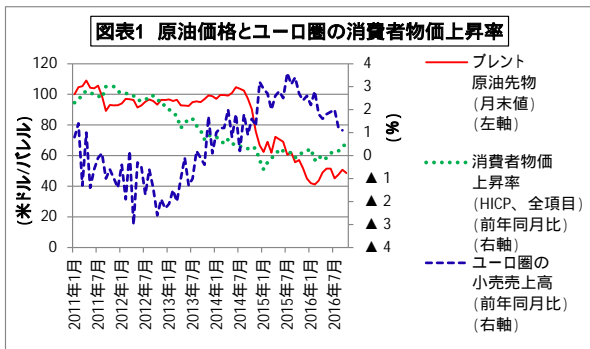
ユーロ圏では、経済情勢の面で QE のテーパリングに向けた基盤が整いつつある。このほか現行の政策に伴う副作用なども考慮に入れつつ、ECB が 17 年後半にはテーパリングに着手することが考えられる。まずは、12 月 8 日の次回理事会での対応が注目される。

#### はじめに

主要国の中央銀行は、量的緩和策(QE)やマイナス金利などの非伝統的な手法を導入し、物価上昇率の回復や経済成長の底上げを図ってきた(注1)。しかしながら、これらの政策の実効性は必ずしも明確ではない一方で、最近では市場規模の制約による QE の限界や、イールドカーブのフラット化やマイナス金利の長期化に伴う銀行収益圧迫などの副作用が、強く意識されるようになってきている(注2)。

こうしたなか、日銀は 9 月 21 日の金融政策決定会合で量から金利に軸足を移す新たな金融緩和の枠組みを導入したほか、10 月 6 日の G20 財務相・中央銀行総裁会議においては、極端な低金利の継続による金融機関経営への悪影響を懸念する声が相次いだ。また、欧州中央銀行(ECB)の政策についても、QE 終了前に資産購入額の段階的縮小(テーパリング)を行う可能性が 10 月に入り報道されたことを機に、QE 終了の時期や手順を巡り様々な思惑が広がっている(注3)。

このような思惑の拡大には、最近のマクロ経済情勢も影響を与えている。なかでもユーロ圏の消費者物価上昇率(HICP)は、原油価格の下落によるマイナス効果が軽減したことを主要因にして足元で



図表2 ユーロ圏の消費者物価上昇率(HICP)(前年同月比)

	(単位: %)					
	2016年 5月	6月	7月	8月	9月	10月
全項目	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5
うち 食品、酒、タバコのみ	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
うち サービスのみ	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
うち 工業産品のみ	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
うち エネルギーのみ	8.1	6.4	6.7	5.6	3.0	0.9
から を除く	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
から 、 を除く(「コア」)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

(資料) 図表 1 は Bloomberg の、図表 2 は Eurostat の、各データから農中総研作成

は 2014 年 6 月以来の水準にまで回復しており、今後も当面、回復の継続が見込まれている(図表 1、2)。また同時に、これまで経済成長の牽引役であった家計消費に一巡感が見られる一方で、他の面で経済の底堅さも現れてきている。

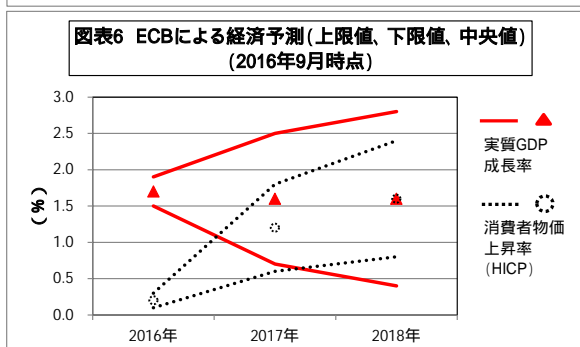
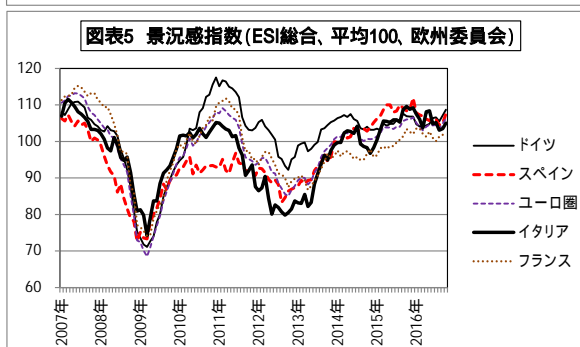
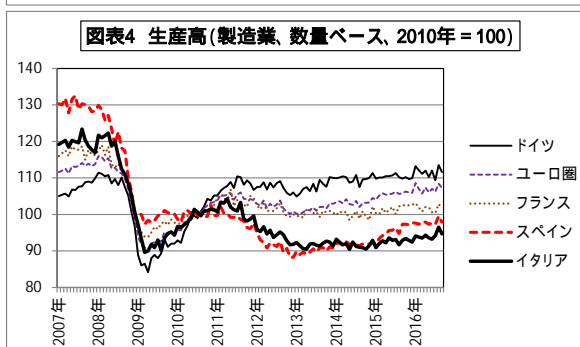
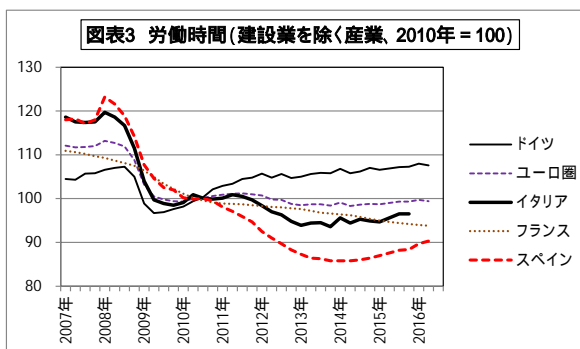
従来からマネタリーファイナンスに該当する可能性や金利生活者の負担増加等の観点からドイツなどによる根強い批判があるが、これに新たな環境変化も加わり、ECB の金融政策は転機を迎えつつあるように考えられる。

## 底堅い経済情勢とテーパリング

ユーロ圏では、原油価格下落による購買力拡大効果が縮小するなか家計消費の伸び率は頭打ちとなる一方で、失業率が域内全体で 10.0%、スペインでも 19.3%（各 16 年 9 月）にまで低下するなど、労働市場では緩やかながらも改善が継続している。投入される労働時間は増加傾向にあり、最近の製造業の生産高には上昇が見られている（図表 3、4）。これに対応して、ユーロ圏の景況感指数は小売業や金融部門では軟調であるものの、製造業などでは改善が明らかになってきており、全体として経済情勢の底堅さが感じられる状況にある（図表 5）。

確かに、ユーロ圏では金融・財政危機後の企業投資の回復は鈍く、労働生産性の伸び率は低位にとどまっている。少子高齢化も進み、潜在成長率の上昇には多くを期待することはできない。このため、足元の情勢には底堅さが認められるとは言え、今後の経済成長の大幅な加速は見込み難いというのが実情である。

しかしながら、14 年にプラス圏に回復したユーロ圏の実質 GDP の年間成長率は、その後は 1% 台半ばの水準を維持している。過去の経緯からすればこれは緩慢な成長ではあるが、一般に 1% 程度と推定されているユーロ圏の潜在成長率を上回る水準にある。このため現在の経済情勢の底堅さの下で需給ギャップは徐々に改善し、原油価格の底打ちも加わり、HICP は今後も回復傾向をたどる可能性は十分に大きいと見ることができる。こうしたなか ECB による経済予測でも、先行きの実質 GDP の成長率は 1% 台の半ばで推移するとともに、HICP は目標値である 2% に向けて改善傾向を維持するシナ



(資料) 図表 3、4 は Eurostat の、図表 5 は欧州委員会の、図表 6 は ECB の、各データから農中総研作成

リオを中心に想定している（図表 6）。

以上のように、物価安定を主要な政策目標とする ECB が、QE のテーパリングにより異例な緩和策の出口に向けた一歩を踏み出すための経済情勢の基盤は、徐々に整いつつあるものと考えられる。

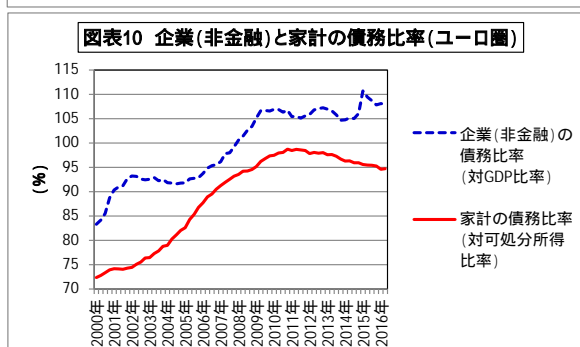
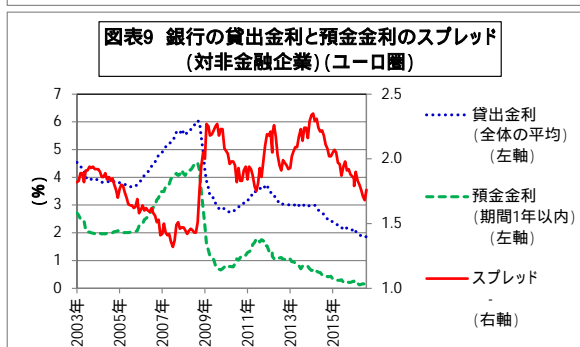
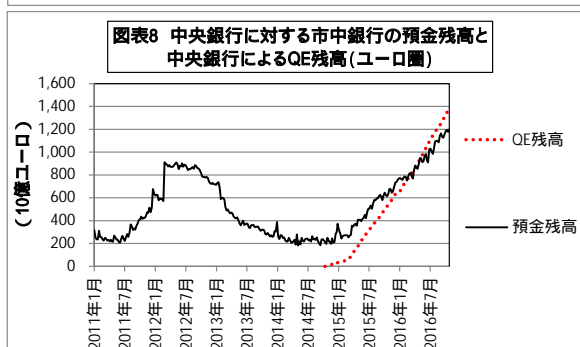
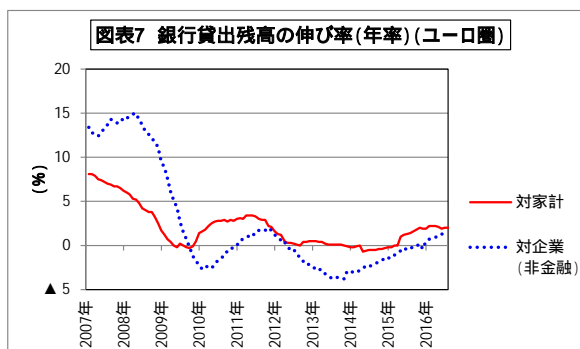
## 金融政策の副作用とテーパリング

一方、ECB がテーパリングに動く可能性は、金融政策の側からも指摘できる。

ユーロ圏では、確かに一連の金融政策を経て銀行の貸出金利は低下し、かつ各国間でその水準は収斂が進んでいる。この緩和効果の波及経路の改善を通じ、今では銀行貸出残高の伸び率は前年比プラス圏にまで回復している（図表7）。このように、足元の経済情勢の底堅さに対する金融政策の寄与を否定することはできないが、その一方で銀行による中央銀行への預金残高はマイナス金利の下でも増加を続けており、ここには緩和効果の実体経済への浸透の限界を見て取ることができる（図表8）。

現実に、金融政策は一時的な銀行の流動性対策や通貨高の抑制には効果が大きいとしても、需要の喚起力は限られ、長期にわたり景気刺激効果を維持することは期待しづらい。こうした点で、現在では需要喚起や潜在成長力の向上に有効な、財政政策や構造改革を含む総合的な景気対策が重要になっている。これに対し、非伝統的手法を中心とする金融政策への長期間にわたる依存は、むしろ様々な副作用を生むことが懸念されることになる。この副作用には、銀行などの収益の圧迫以外にも、低金利下での一種のモラルハザードである国家の財政改革や構造改革、銀行やその他の企業の財務改革などの停滞、国債の市場流動性や指標機能の低下、リスクプレミアムの過度な低下の下でのバブルの発生などがあり、将来の金融危機のリスクの拡大にも繋がるものである（図表9、10）。

この副作用に関しECBが公に言及することはないが、G20 などでも議論され金



(資料) 図表7～10はECBのデータから農中総研作成  
(注) 図表8のQE残高は、終了済みの資産購入プログラムの残高を除く。

融政策一辺倒の政策の見直しを求める声も出ていることから、ECBとしては効果対比で副作用が過度に拡大しない間に異例な緩和策の出口を探ろうとする意向は強いのではないかと考えられる。

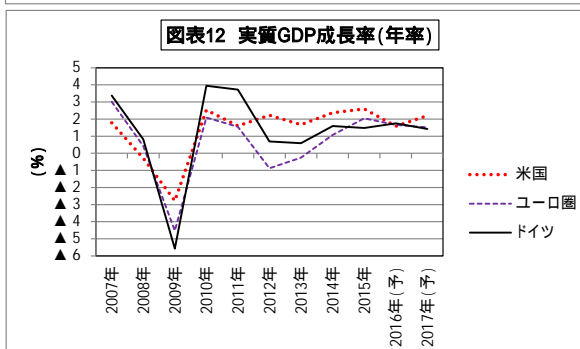
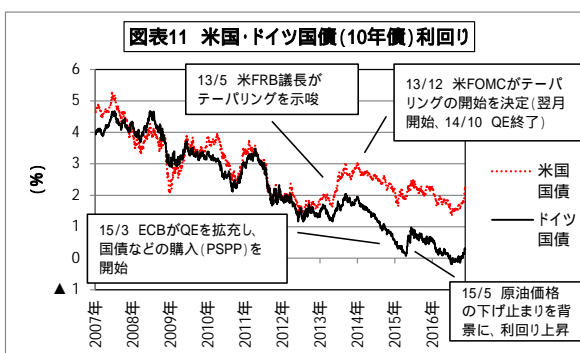
## おわりに

米国の前例では、「テーパー・タントラム」と呼ばれた市場の不安定化は一時的なものにとどまり、経済情勢への影響も限定的であった(図表 11、12)。しかし、ユーロ圏においても同様に大きな波乱がないとの確証はない。特に、官民の債務比率の高さの下で、また米国連邦準備制度理事会(FRB)に続いて世界の主要な中央銀行の間で出口に向かう動きが強まることで、想定以上に市場が神経質になり影響が拡大する可能性がある。

また、依然として緩慢な賃金上昇率などさらに考慮すべき材料は残存しており、足元のイタリアの国民投票やオーストリアの大統領選挙を含め政治リスクの高まりもある。英国の欧州連合(EU)からの離脱の選択や米国大統領選挙での予想外のトランプ候補の勝利で、先行きの経済情勢に対する不透明感も強まっている。これらのため、ECBには一層慎重なハンドリングが求められることになる。

しかし、ユーロ圏では前述のとおりテーパーリングに向かう基盤が整いつつある点は確かであり、また不透明感が強いが故に、ECBとしては将来のショックへの対応を可能とする政策余地の回復も重要になっている。現在、毎月平均800億ユーロのペースで17年3月を期限として運営されているQEであるが、ECBはこの期限を半年程度ずつ延長しながら17年の後半にはテーパーリングに着手し、1年ほどの期間をかけて新たな資産購入を終了するシナリオを想定することができる。

こうしたなか、12月8日の次回ECB理事会でどのような議論がなされ、対応が行われるかが、まずは注目されることになるのである。(16.11.21 現在)



(資料) 図表 11 は Bloomberg の、図表 12 は IMF の、各データから農中総研作成

(注) 図表 12 の(予)は、IMF による予測値。

(注1) ECB は 14 年 6 月に、市中銀行による中央銀行預金の余剰部分に適用する金利(預金ファシリティ金利)を 0.1%に引き下げることでマイナス金利を導入した。その後の追加緩和を経て、同金利の現行水準は 0.4%である。一方、QE(ECB の用語では Asset Purchase Programmes, APP)としての資産購入については、15 年 3 月に国債、政府機関債、国際機関債を対象とするプログラム(PSPP)を開始し、現在はこのほか、第三次カバード債券購入プログラム(14 年 10 月開始、CBPP3)、資産担保証券購入プログラム(同年 11 月開始、ABSPP)、事業債購入プログラム(16 年 6 月開始、CSPP)の 4 件が実施されている。現在、これらは毎月平均 800 億ユーロのペースで運営されており、17 年 3 月を期限としている。なお、初期には第一次カバード債券購入プログラム(09 年 7 月開始、CBPP1)、証券市場プログラム(10 年 5 月開始、SMP)、第二次カバード債券購入プログラム(11 年 11 月開始、CBPP2)があるが、いずれも終了済みである。

(注2) これらの点については、次を参照されたい。

- ・ 山口勝義「ECB の量的緩和策とユーロ圏経済」(『金融市場』15 年 4 月号)
- ・ 山口勝義「ECB の追加緩和と金融政策の限界」(『金融市場』16 年 1 月号)
- ・ 山口勝義「限界に近づくユーロ圏の金融政策」(『金融市場』16 年 4 月号)
- ・ 山口勝義「ユーロ圏のマイナス金利と銀行貸出」(『金融市場』16 年 5 月号)

(注3) ECB の QE のテーパーリングの可能性にかかる報道は、次によるものである。

- ・ Bloomberg (October 4, 16) "ECB Said to Build Taper Consensus as QE Decision Nears"