

異例な金融緩和の出口に向かう ECB

～懸念材料が重なるなか慎重な舵取りへ～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では、ECB による QE のテーパリングが現実味を帯びてきている。しかし、経済情勢には不確実な要素が残るほか、政治リスクや市場情勢にも注意が必要である。懸念材料が重なるなかでの緩和縮小となるため、ECB は慎重な舵取りに徹するものとみられる。

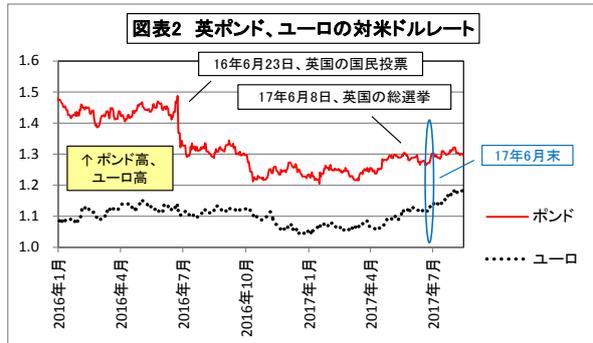
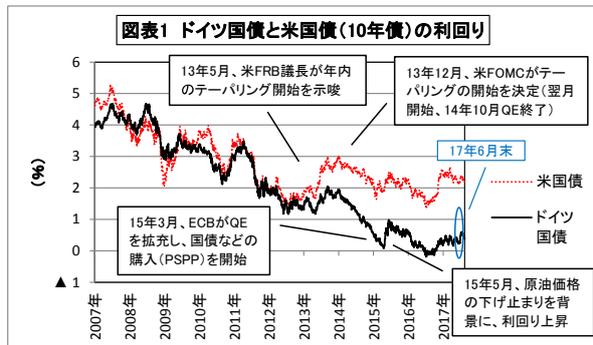
はじめに

半期の区切りとなる 6 月末にかけて、欧州の金融市場は突然の波乱に見舞われた。6 月 26 日から 28 日の間にポルトガルのシントラで実施された欧州中央銀行 (ECB) が主催する年次フォーラムでの、要人発言に起因する波乱であった。

もともと ECB による量的緩和策 (QE) の段階的縮小 (テーパリング) の開始が近いと見る市場は、ここでのドラギ総裁の発言のうち、それを示唆すると受け止められる部分に敏感に反応した。また同様に、イングランド銀行 (BOE) のカーニー総裁の発言では、特に政策金利引上げの可能性に注目することとなった^(注1)。こうして、ドイツ国債や英国国債の利回りは急上昇し、為替市場においてもユーロやポンドが急伸した (図表 1、2)。

今回の市場の動揺は、原油価格の下げ止まりを背景とした 2015 年 5 月の市場波乱に比べれば限定的なものであった。しかし、発言全体の趣旨からすればその真意を反映したものとは言い難い神経質な反応は、米国でかつて「テーパー・タントラム」と呼ばれた市場波乱が欧州にも再来する可能性を、市場参加者に改めて意識させるものであった。

ユーロ圏では、ECB による非伝統的な



(資料) 図表 1、2 は Bloomberg のデータから農中総研作成

金融政策に伴う様々な課題が指摘されるとともに、経済成長の底堅さも増している。また英国では、消費者物価の大幅な上昇が生じている。こうした点で、欧州の主要な中央銀行が近く異例な金融緩和の出口に向けた動きに着手するとの見通しは現実感を伴ったものである。同時に、これまでの金融緩和が異例なものであったがために、そこからの離脱も市場に対し大きな影響を及ぼすとの想定は十分根拠のあるものである。このため、今後の展開には十分な注意が必要になっている。

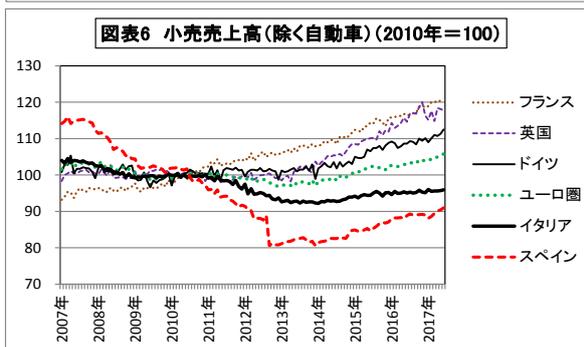
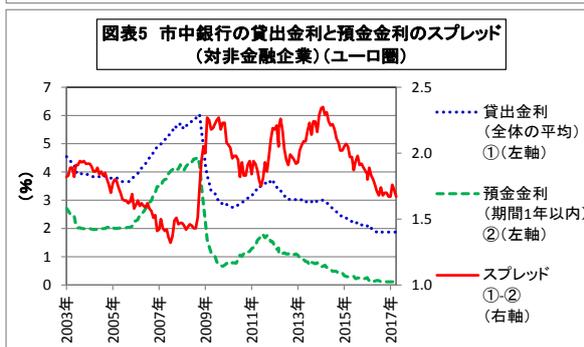
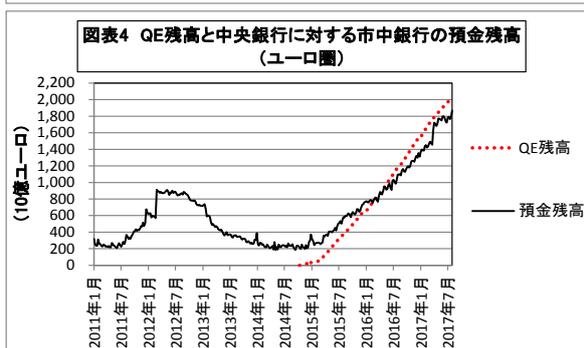
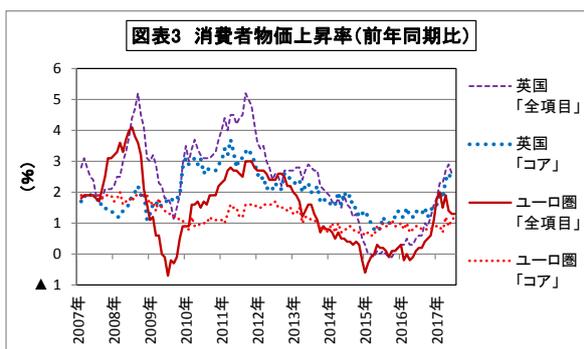
異例な金融緩和の出口に向かう ECB

その後、BOE は 8 月 3 日の金融政策委員会で、政策金利の据え置きを決定した。この際、カーニー総裁が記者会見で、欧州連合(EU)からの離脱(いわゆる Brexit)交渉を巡る不透明感が企業や家計の経済行動の重荷になるとの懸念を表明すると同時に、今後、市場が想定している以上に政策金利を引き上げる可能性がある点についても指摘を行った点が注目された。

英国では、昨年の Brexit の選択以降、ポンド安の進行に伴う輸入物価の上昇を主因として消費者物価は 3%に近い水準にまで上昇している(図表 3)。このため BOE には政策金利引上げに動く正当な理由があることになるが、足元での個人消費の頭打ちに加え、Brexit 交渉にかかる不透明感の高まりによる投資の手控えなどで、経済成長の減速も見込まれている。

このように、ジレンマに直面する BOE に対して、ユーロ圏では ECB による QE のテーパリングが現実味を帯びてきている。これまでは政策効果の限界や買取り対象となる債券の制約などの観点から QE のテーパリング開始の思惑が出やすい地合いにあったが、これに加え、最近ではユーロ圏では景気も底堅さを増してきている(図表 4、5) (注 2)。原油価格の底打ちでいったんは伸び悩み感が出た個人消費も、失業率低下の下で堅調さを回復している(図表 6)。また、主要な選挙が終了したことによる政治リスクの縮小を受けて、今後は企業投資が活発化し、生産の回復力が強まるとともに潜在成長率が底上げされ、賃金上昇率が改善し、経済成長の促進とともに物価上昇率の回復にも繋がるとの期待感が強まってきている。

こうしたなか、ドラギ総裁は 7 月 20 日



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

の政策理事会後の記者会見で、慎重な姿勢を示しつつも、金融政策の見直しについて秋に議論を行うことを明らかにした。このように、ユーロ圏では、異例な金融緩和の出口に向けた動きが遠からず具体化する段階に至りつつある。

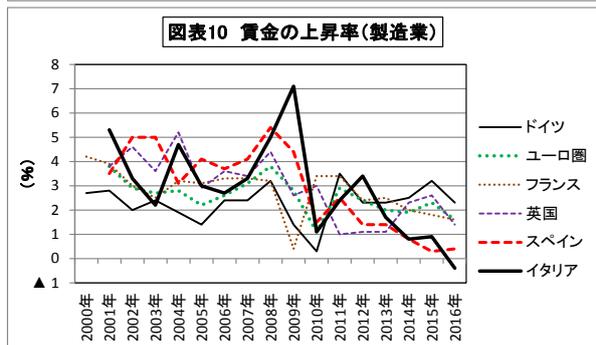
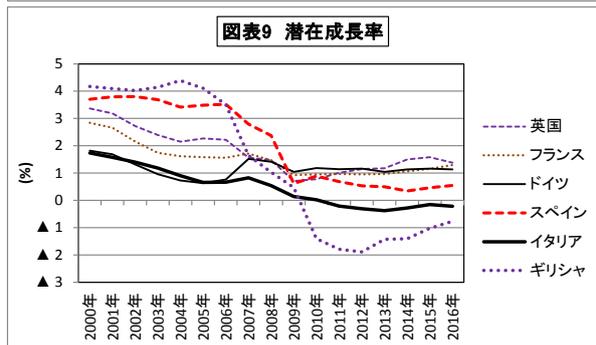
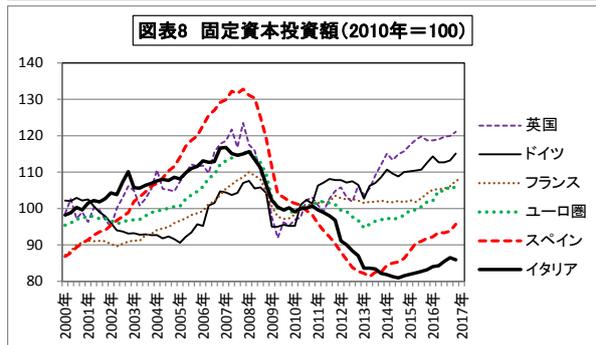
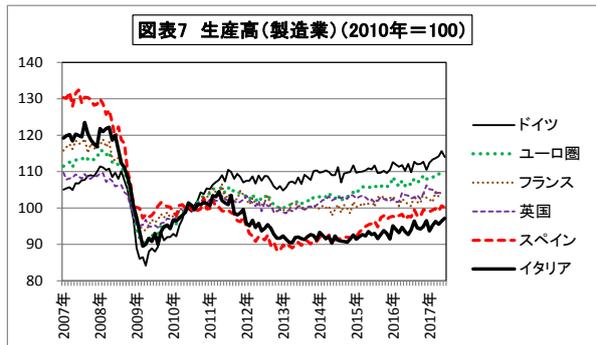
大きいマクロ経済を巡る不確実性

とはいえ、ユーロ圏経済を巡る不確実性は小さくはない。特にこれまでの企業生産の回復は、個人消費に比べて力不足であった（図表7）。今後、生産面の回復が想定どおりのパスをたどるかどうかは、全く不確実である。また一方で、各国間格差は依然大きく、失業率が高く、消費の回復の足取りが鈍い国も存在している。

確かに、4～6月には今年最大の政治イベントであるフランスの大統領選挙、国民議会（下院）選挙が波乱なく終了したことで、ユーロ圏における政治面での不透明感は大幅に低下することになった。これを受け、また新たな独仏連携でEU統合の一層の深化に向けての動きが強まるとの観測もあり、企業投資に弾みがつくことへの期待感が強まっている。また、賃金上昇率についても、このところの安定的な経済成長に伴う需給ギャップの縮小に加え、企業収益の拡大などを通じて徐々に改善に向かい、物価上昇率にも底堅さが強まるものと見込まれている。

しかし、企業投資は回復過程にはあるものの多くの国では金融危機前の水準には未だ至らず、潜在成長率は低位で横ばいを続けるほか、賃金上昇率についてはむしろ低下傾向を脱することができていない（図表8～10）。ユーロ圏経済は底堅さを増しつつあるとはいえ、このように、現在のところは期待先行であり、足元の景況感の改善に実体経済が追随できるかどうかは、今後の見極めが必要である。

こうしたなかでのQEのテーパリングは、当然ながら景気の腰折れリスクを伴うものである。買取り対象債券の制約などの技術的な要因もありテーパリングの開始は不可避とは見られるものの、ECB



(資料) 図表7、8、10はEurostatの、図表9はOECDの、各データから農中総研作成

はこれを慎重に進めざるを得ないものと考えられる。また、経済情勢からすれば今後の物価上昇率の回復は緩やかなものになる可能性が大きいと、次のステップである政策金利の引き上げについては、相当程度、先になるものと予想される^(注3)。

おわりに

また、ユーロ圏を取り巻く不確実性は、マクロ経済情勢に限ったものではない。政治情勢についても依然として懸念材料が残存しており、イタリアの動向などから目を離すことはできない（図表 11）。

フランスについても、公金流用疑惑などによる 6 月の 4 閣僚の辞任に続き、7 月には国防予算削減を巡る対立で軍の制服組トップである統合参謀総長が辞任し、政権の求心力の低下が懸念されている。6 月には 64%であったマクロン大統領の支持率が、7 月に 54%に、8 月にはさらに 36%にまで急落したとの調査もある^(注 4)。

このほか、市場情勢にも注意が必要である。米国の「テーパー・タントラム」は一時的な市場の動揺にとどまり、経済情勢への影響も限定的であったが、ユーロ圏においても同様に大きな波乱はないとの確証はない。特に、官民の高い債務比率の下で、また最近では 7 月にカナダが 7 年ぶりの利上げに転じ、米国でも近く連邦準備理事会（FRB）のバランスシート縮小が見込まれるなど、世界的に金融政策の転換が進む環境の下で、想定以上に市場が神経質になり、資金調達コストの急騰に繋がる可能性も否定はできない。

このように様々な懸念材料が重なるなかでの緩和縮小となるため、ECB は状況を確認しつつ慎重な舵取りに徹することになるものとみられる。（17. 8. 23 現在）

図表 11 主要な日程

図表 11 主要な日程		
17年	10月	オーストリア総選挙(前倒し)
	10月	スペイン・カタルーニャ州で独立を問う住民投票
18年	2月～5月	イタリア総選挙
	8月	ギリシャに対する第3次支援終了
	10月	英国のEU離脱の実質的な合意期限
	11月	米国の中間選挙
19年	3月	英国のEU離脱
	10月	ドラギECB総裁任期満了

(資料) 各種報道等から農中総研作成

(注 1) シントラにおけるフォーラムで、ドラギ総裁は、「デフレの力はインフレの力に置き換わった」、「回復期に政策スタンスを調整しなければ過度な緩和となる」との発言を行った。ただし、続けて、政策の調整には慎重が必要であることに言及している。また、カーニー総裁は、「制約条件が減れば、刺激策を取り除いていくことが必要になるだろう」と述べた。

また、上記に先立つ次の動きが注目される。ECB は 6 月 8 日の政策理事会で現行の政策を維持することとしたが、同時にユーロ圏の景気が回復の勢いを増していることから、声明文から追加利下げの可能性を示唆する表現を削除した。また、BOE は、6 月 15 日の金融政策委員会で政策の据え置きを決定したが、市場の予想に反して、これまで利上げを支持してきた委員 1 名に他の 2 名が加わり、「据え置き支持 5 名、利上げ支持 3 名」の微妙な決定となった。このほか、BOE のチーフエコノミストであるホールデン理事が 6 月 21 日の講演で、金融引締めを遅らせることのリスクが高まっているとの認識を示している。

(注 2) ユーロ圏では確かに銀行の貸出金利は徐々に低下し各国間で収斂が進むとともに、銀行貸出残高の伸び率は回復している。しかしその一方で、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、資金の滞留が認められる。また、QE による買取り対象債券の市場規模の制約に加え、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金融機関の収益の圧迫や、低金利下での年金生活者の負担増などの副作用が指摘されている。さらに、一種のモラルハザードとしての、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のほか、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パブルの発生の可能性、などの問題点が存在している。

(注 3) 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、第三次カバードボンド購入プログラム(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、GSPP)の 4 件が実施されている。現在、これらは毎月平均 600 億ユーロのペースで運営されており、17 年 12 月を期限としている。

(注 4) Ifop 社による。次の報道を参照されたい。

- ・ Les Echos (23 juillet 2017) “La popularité de Macron et Philippe en forte baisse en juillet”
- ・ Les Echos (3 août 2017) “Emmanuel Macron chute de nouveau dans les sondages”
- ・ Le Figaro (12 août 2017) “Cent jours après, Macron confronté au scepticisme des Français”