一生涯のパートナー
第一生命
Dai-ichi Life Group

第一生命 年金通信

第一生命経済研究所レポート selection

No.2016－161

2017 年 1 月 20 日
団 体 年 金 事 業 部

ＥＣＢ理事会レビュー：ドイツとの攻防再び
～早期テーパリング観測の高まりを警戒～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の田中主席エコノミストによる「ＥＣＢ理事会レビュー：ドイツとの攻防再び～早期テーパリング観測の高まりを警戒～」をお届けいたします。（別添参照）

1 月 19 日ＥＣＢ（欧州中央銀行）は理事会において、昨年 12 月に決定した量的緩和の減額・延長・条件見直し策を据え置き、当面の様子見継続姿勢を強調しました。本年金通信は、今回の理事会の内容解説と理事会の決定を受けた市場への影響について記したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

EU Trends

ＥＣＢ理事会レビュー：ドイツとの攻防再び

発表日：2017年1月20日(金)

～早期テーパリング観測の高まりを警戒～

第一生命経済研究所　経済調査部
主席エコノミスト　田中　理
03-5221-4527

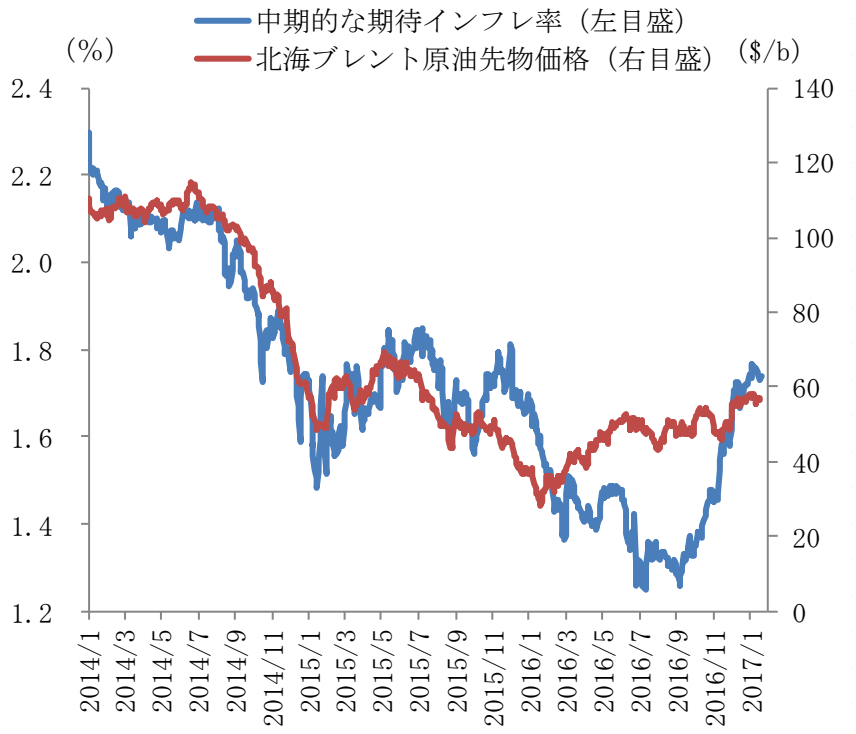
◇ ＥＣＢは昨年12月に量的緩和の減額・延長・条件見直しを決定したが、その後のインフレ率の加速もあり、ドイツを中心に早期の緩和終了を求める声が高まっている。ドラギ総裁は、物価の基調が高まる兆しはないと指摘し、早期テーパリングの可能性を否定。買い入れ対象不足の問題にも、預金ファシリティ金利以下の国債を購入対象とすることで対応したと説明。当面の様子見継続姿勢を強調した。

ＥＣＢは昨年12月８日の理事会で、資産買い入れプログラムの減額（４月から800億ユーロ/月→600億ユーロ）、期間延長（３月まで→12月まで９ヶ月延長）、条件緩和（預金ファシリティ金利以下の資産も購入、対象資産の満期を２～31年→１～31年に拡大）を発表したばかりで、当面は大きな政策変更は見込まれない。19日の理事会での注目点は、①足許のインフレ率の加速をＥＣＢがどのように評価しているのか、②ドイツを中心に広がるインフレ警戒と緩和縮小を求める声をどう受け止めるか、③当面の緩和終了期限に設定した12月に向け、段階的な緩和縮小（テーパリング）の地ならしを始めるか―であった。

前回理事会以降に発表された昨年12月のユーロ圏の消費者物価は、前年比＋1.1％と前月の同＋0.6％から大幅に加速。５年先・５年物スワップから計算した中期的な期待インフレ率も1.7％台に急回復しており、ドラギ総裁も認めた通り、デフレリスクは大きく後退している（図表１）。声明文では、エネルギー価格の大幅上昇がインフレ率加速の主因で、今のところ物価の基調が上向いていると信じるに足る兆候は確認されないと言及。ちなみに、筆者の計算によれば、12月のユーロ圏のコア物価は、ドイツ、イタリア、スペインで月毎の変動が大きいパッケージ旅行が上振れしたことで＋0.1％ポイント程度押し上げられており、これを除けばコア物価は前月から不変であった（図表２）。ドラギ総裁はＥＣＢが政策目標とする物価安定は、①中期的、②持続的（一過性でない）、③自律的（金融緩和の終了後も損なわれない）、④ユーロ圏全体で判断すると説明した。総裁は向こう数四半期のインフレ率が昨年12月のＥＣＢスタッフ見通しを上振れする可能性を認め、ヘッドライン・インフレ率の上昇による二次的効果（エネルギー以外への波及効果）を注視することを示唆。ただ、物価の基調はあくまで緩やかなペースで上昇することが予想されると指摘し、緩和継続なしに中期的な物価安定の目標を達成できる状況にはないと説明した。エネルギー価格の上昇で向こう数ヶ月のインフレ率が一段と加速することが見込まれるなか、インフレ警戒による早期のテーパリング観測が広がることに予防線を張った。

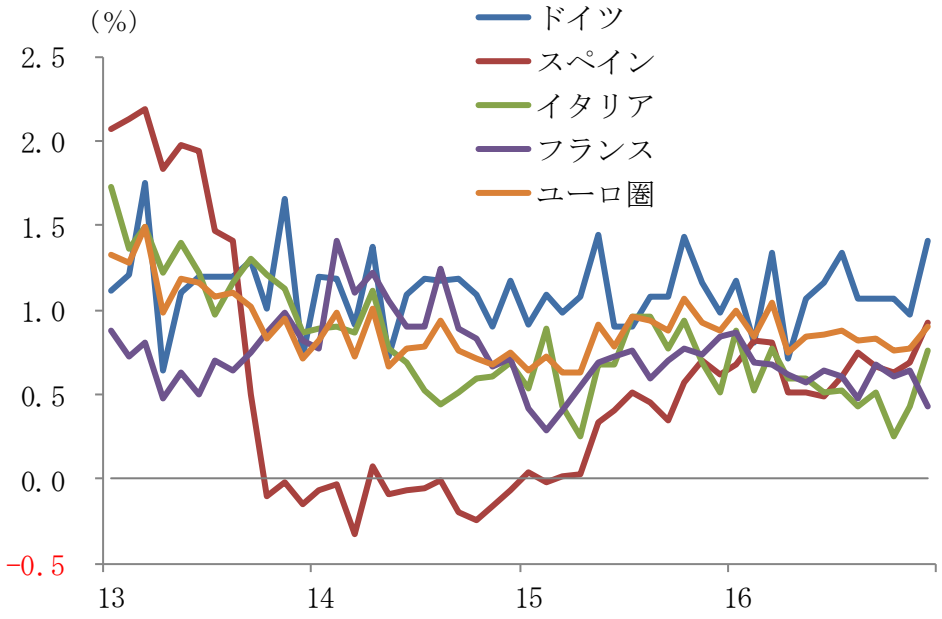
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

（図表１）ユーロ圏の期待インフレ率と原油先物価格の推移



注：期待インフレ率は５年先５年物スワップ金利より計算
出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

（図表２）ユーロ圏主要国のコア消費者物価（前年比）の推移



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

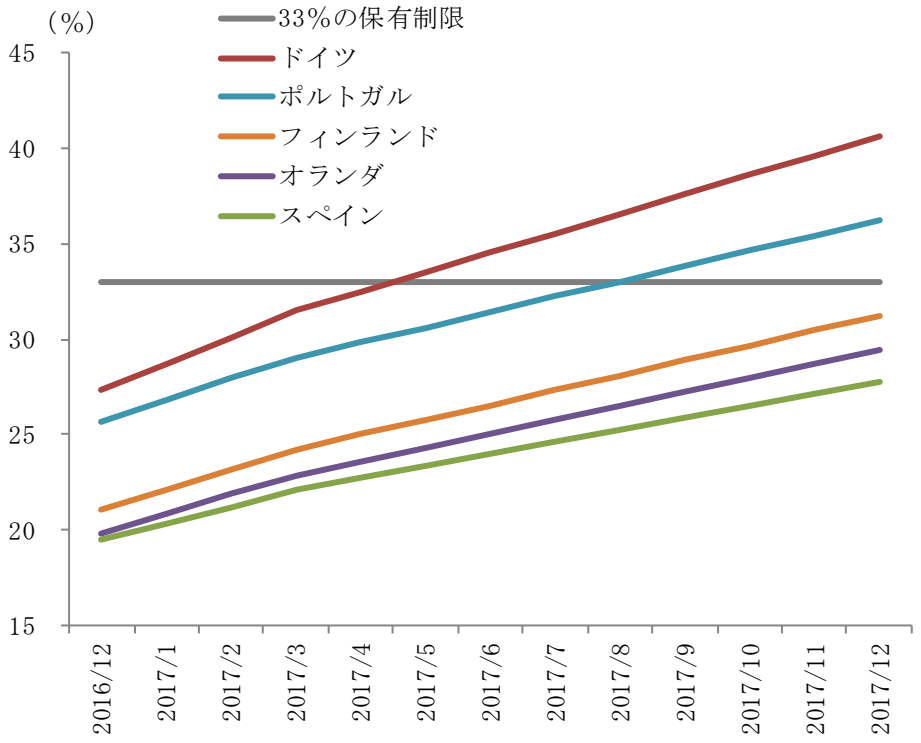
早期テーパリングへの警戒はドラギ総裁の別の発言からも窺える。総裁は今回の理事会では昨年12月の決定を振り返り、それが正しい選択であったとの総意が理事会にあったと説明。その後、別の記者から、「昨年12月理事会の議事録では、一部メンバーが決定に反対意見を表明したとあるが、こうしたメンバーが誤りを認めたということか」と詰め寄られ、弁解に回る場面もあった。また、前回理事会での減額決定がテーパリングではないことを改めて強調し、今回の理事会でもテーパリングを議論しなかったと指摘。将来的にテーパリングを検討しなければならない局面が来ることを認め、「まだそこには至っていない」と釘を刺したうえで、その際には非常に注意深く議論と分析をすると述べた。この他にも、昨年12月の減額決定はリカリブレーション（再調整）であり、物価見通しが再び悪化すれば、資産買い入れの規模や期間を再度変更する可能性があるとも指摘した。

ドイツのインフレ率加速でＥＣＢ批判や早期緩和終了を求める声が高まっていることに関連して、ドラギ総裁は、①現在の低金利は将来の高金利のために必要であること、②ユーロ圏全体の景気が上向くことはドイツ国民にとっても恩恵があること、③ドイツ国民は預金者としてだけではなく、借り手として低金利の恩恵を受けていることを指摘し、景気回復が進み低金利が解消するまでの辛抱であると理解を求めた。ドイツと他国のインフレ率の乖離がＥＣＢの政策運営にとって障害とならないかとの質問に対しては、ＥＣＢの物価安定目標がユーロ圏全体で判断されることを改めて指摘したうえで、各国間の相違は管理可能であり、過去数年にむしろ縮小傾向にあると答えた。

資産買い入れプログラムの変更に関連した質問では、「600億ユーロへの減額は国債・社債・カバード債などの間で比例配分するのか」との質問に対し、「その点は議論していない」と答えるにとどめた。また、買い入れ資産不足を懸念する質問に対しては、「預金ファシリティ金利以下の資産購入を認めたことでその問題に対処した」と説明。記者会見後に発表されたプレスリリースでは、①預金ファシリティ金利以下の資産の購入対象は国債のみで、カバード債、ＡＢＳ、社債は対象外である、②預金ファシリティ金利を上回る国債の購入が優先される―との方針が示された。実際、足許の金利上昇と預金ファシリティ金利以下の国債購入を認めたことで、買い入れ不足の問題は緩和される。ただ、１発行体・１銘柄当たりのＥＣＢの保有上限を33％に設定したルールが変更されていない点は、今後の買い入れ継続時に問題となる可能性がある。筆者の試算では、減額を前提にしても、財政黒字で新規の国債発行が少ないドイツで年央に、債務危機時のＥＣＢによる国債購入残額が大きいポルトガルで秋頃に、ＥＣＢの保有額が33％に到達する（図表３）。今後のＥＣＢ理事会で技術的な条件の見直しが必要となる可能性がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

（図表３）ユーロ圏主要国の国債残高に占めるＥＣＢの保有割合



出所：欧州中央銀行資料などより第一生命経済研究所が作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。