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.2017－114

2018 年 1 月 26 日
団 体 年 金 事 業 部

ＥＣＢ：早期出口観測の火消しに追われる
～ガイダンス見直しの具体的な内容や時期の言及はなし～

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：早期出口観測の火消しに追われる～ガイダンス見直しの具体的な内容や時期の言及はなし～」をお届けいたします。（別添参照）

１月２５日に開催されたＥＣＢ理事会において、フォワード・ガイダンスの見直しについて一部修正するのではないかという事前の見方もありましたが、今回の理事会では、内容やスケジュールに関する具体的な言及はありませんでした。

本年金通信は、今回のＥＣＢ理事会のポイントを掲載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

第一生命保険株式会社

DLRI DAI-ICHI LIFE RESEARCH INSTITUTE INC.

EU Trends

ＥＣＢ：早期出口観測の火消しに追われる

発表日：2018年1月26日(金)

～ガイダンス見直しの具体的な内容や時期の言及はなし～

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「フォワード・ガイダンスの見直しの検討を今年の早い段階で開始すべき」との昨年12月の議事要旨の内容が独り歩きし、資産買い入れの終了時期や利上げ開始時期の前倒し観測や、急速なユーロ高を招いたことを警戒。金融市場での行き過ぎた受け止めの軌道修正を図った。今回の発言内容からは、３月にガイダンスの見直し検討を開始、４・６月にかけて変更、短期間のテーパリングの後、年内に新規の買い入れを停止、利上げは来年央との政策正常化が予想される。ハト派の発言やユーロ高牽制にもかかわらず、記者会見中に一段のユーロ高が進行。その後下落に転じたのは、「強いドルを支持する」米大統領発言がきっかけ。今後も金融政策の正常化が意識されやすい状況が続きそうだ。

25日のＥＣＢ理事会後のドラギ総裁の記者会見では、昨年12月の議事要旨発表後に高まったフォワード・ガイダンスの早期見直し観測、それに付随した資産買い入れの終了時期や利上げ時期の前倒し観測、このところのユーロ高進行に対して、どのような発言をするかに注目が集まった。以下、今回の理事会のポイントを紹介する。

【ユーロ高】

今回の理事会を通じたＥＣＢのコミュニケーションの目的の１つは、このところの急速なユーロ高進行に歯止めを掛けることだった。声明文では「最近の為替レートの変動は不確実性の原因となり、中期的な物価安定に及ぼす潜在的な影響について注視する必要がある」との文言が付け加えられた。ドラギ総裁は昨年12月以降の金利上昇や為替レートの変動の要因として、①予想を上回る景気の一段の改善、②ＥＣＢのコミュニケーションの変化に対する金融市場の反応の高まり（後述するフォワード・ガイダンスの見直しに起因した資産買い入れの終了時期や利上げ時期の前倒し観測）、③国際協調の枠組に沿わない為替レートに関する他国の発言（ムニューシン米財務長官のドル安容認発言）―の３つの要因を上げた。このところのユーロ高進行の一部は、ファンダメンタルズの一段の改善で正当化されるものの、米当局によるドル安誘導を暗に批判するとともに、12月の議事要旨に対する金融市場での行き過ぎた受け止めを軌道修正しようと試みた。記者会見の最中に一段のユーロ高が進行し、ドラギ総裁の全般にハト派な発言やユーロ高牽制は不発に終わったが、その後、トランプ米大統領による「強いドルを支持する」との発言を受け、記者会見が始まる前の水準までユーロは下落した。

【フォワード・ガイダンスの見直し】

2018年の早い段階でフォワード・ガイダンスの見直しを再検討する方針を明らかにした12月の議事要旨の発表を受け、早ければ今回の理事会でガイダンスの見直しに向けた地ならしや場合によっては一部修正

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。

を始めるとの見方も浮上していたが、見直しの内容やスケジュールに関する具体的な言及はなかった。ドラギ総裁は、議事要旨に対する金融市場の反応に一部の理事会メンバーが驚いており、記者会見の場でその意図するところを明らかにするよう求められたことを明かした。議事要旨はガイダンスの見直しに関する議論を近く（2018年の早い段階で）開始する必要があると述べたに過ぎず、具体的な議論はまだ始まっていないことを示唆した。

今回の理事会で具体的な議論が開始されなかったこと、12月の議事要旨の中でガイダンスの変更は経済データの改善に応じて段階的に行なうべきとされていたことに鑑み、筆者は次回３月の理事会でガイダンス見直しの検討が開始され、最終的な変更は４月か６月までずれ込む可能性が高いと考える。見直しの内容については、議事要旨にあった通り、資産買い入れにフォーカスした現在のガイダンスを、金融政策スタンスの様々な側面を内包するより幅広い概念のガイダンスに変更する。資産買い入れの終了から「相当な期間（well past）」は利上げをしないという現在のガイダンスから、「相当な（well）」の文言を削除するとの見方も一部にあるが、今回の記者会見でドラギ総裁は「相当な期間」の重要性を重ねて強調した。利上げ時期の前倒し観測を招く恐れがあるため、「相当な」を削除する形の変更は採用されないとみる。

【資産買い入れの終了】

質疑応答では「資産買い入れを突然終了することはない」とのドラギ総裁の以前の発言が何を意味するのかを尋ねる質問が何度か出た。ドラギ総裁はそれが自身の見解と断りながら（つまり、理事会内に別の意見があることを示唆）、①突然買い入れを終了する、②買い入れプログラムを延長する、③段階的な買い入れの減額をする―３つを区別しなければならないと指摘し、その点について理事会内でまさに議論していると述べた。同趣旨の質問に答えるなかで総裁は、（恐らく12月の議事要旨発表後の金融市場の反応を指し）、金融市場参加者の間で買い入れプログラムが突然終了する可能性が強く意識されたことに警戒を滲ませた。結局ドラギ総裁は「突然終了しない」が具体的に何を意味するのかを明かさなかったが、上記の発言に鑑みると、ドラギ総裁は段階的な買い入れの減額（テーパリング）を念頭に置いているようだ。筆者は９月まで月額300億ユーロの買い入れを継続した後、10月から段階的な減額を開始し、年末に新規の買い入れを停止する展開を予想する。今年の理事会日程に鑑みれば、10月以降の買い入れ方針を決定するのは、６月の理事会となる可能性が高い。

【早期利上げ】

今回の理事会では12月議事要旨の発表後に高まった早期利上げ観測の火消し発言も目立った。ドラギ総裁は、現時点で入手可能な経済データと予想に基づけば、今年中に利上げする可能性はほとんどないと発言した。総裁はまた、資産買い入れ終了と利上げ開始の順序を変更しないことと、買い入れ終了から「相当な期間」は利上げをしないことを改めて強調した。「相当な期間」が具体的にどの位の期間を指すのかは明らかにされていないが（筆者は最低でも６ヶ月程度と考える）、３ヶ月間のテーパリングを想定すると、初回利上げは早くても来年央となる。タカ派の筆頭であるドイツ連銀のバイトマン総裁も最近のインタビュー記事で、「アナリストによる2019年央の利上げ予想がＥＣＢのガイダンスと整合的である」と発言している。「これが理事会の総意であるか」を問われたドラギ総裁は、「現時点の経済データに基づけばその通りである」と答えた。理事会内の意見不一致について問われたドラギ総裁は、「これは私の希望でもあるが」と断ったうえで、「理事会内の意見相違は別の機会で見られたほど大きくない」と答えた。

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。