

# 第一生命経済研究所レポート selection

2017 年 6 月 9 日

団体年金事業部

## ECB理事会レビュー：出口も安全第一 ～オートクルーズよりポンピングブレーキ～

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：出口も安全第一」をお届けいたします。（別添参照）

ECBはユーロ圏の成長見通しに対するリスクを中立とするほか、政策金利のフォワードガイダンスから政策金利の引き下げの可能性を示唆する文言を削除しました。

ECBのスタッフ見通しでは、実質GDP成長率が前回3月の見通し対比で上方修正された一方、統一基準の消費者物価が下方修正されました。本年金通信は、声明文の変更点及び今後の見通し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

## ECB理事会レビュー：出口も安全第一

発表日：2017年6月9日(金)

～オートクルーズよりポンピングブレーキ～

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は景気のリスク判断を中立に変更するとともに、政策金利の引き下げの可能性を示唆する文言を声明文から削除し、将来の出口に向けた第一歩を踏み出した。ただ、考えられるコミュニケーション変更の中では最小限の内容にとどめたほか、2019年のインフレ見通しの下方修正を事前にリークするなど、金融市場で早期の出口観測が広がることを警戒している。来年以降の段階的な資産買入れの縮小は規定路線だが、極めて慎重なハンドリングを模索している様子が窺える。

8日のECB理事会では来年以降の資産買入れの段階的な縮小（テーパリング）に向けたヒントがあるかに注目が集まった。声明文では景気のリスク判断を「下振れ方向」から「下振れ・上振れが均衡している（中立）」に変更し、政策金利に関するフォワード・ガイダンスから金利の引き下げの可能性を示唆する文言を削除した。景気判断については既に過去数回の理事会で下振れリスクが後退していることを示唆していたほか、政策金利についてはこれまで事実上の下限に達した可能性が示唆されていた。将来の出口に向けた第一歩を踏み出したが、考えられるコミュニケーション変更の中では最小限の内容で、ECBは極めて慎重な出口を模索していることが示唆される。利上げの時間軸（資産買入れが終了してから相当な期間が経過するまでは利上げをしない）、資産買入れの終了が利上げの開始に先行する出口の順序、必要に応じた資産買入れの拡充の可能性を示唆する文言は従来通りで変更されなかった。

声明文の主なポイントは以下の通り。

### 【政策金利のフォワードガイダンス】

（前回）We continue to expect them to remain at **present or lower levels** for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchase.

（今回）We expect them to remain at their **present levels** for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchase.

### 【資産買入れの方針】

（前回）Regarding non-standard monetary policy measures, we confirm that our net asset purchases, at the new monthly pace of 60 billion euro, are intended to run until the end of December 2017, or beyond, if necessary, and in any case until the Governing Council sees a sustained adjustment in the path of inflation consistent with its inflation aim.

（今回）前回とほぼ同じ

### 【資産買入のフォワードガイダンス】

(前回) If the outlook becomes less favourable, or if financial conditions become inconsistent with further progress towards a sustained adjustment in the path of inflation, we stand ready to increase our asset purchase programme in terms of size and/or duration.

(今回) 前回と同じ

### 【景気のリスク判断】

(前回) The risks surrounding the euro area growth outlook, while moving towards a more balanced configuration, are still tilted to the downside and relate predominantly to global factors.

(今回) The risks surrounding the euro area growth outlook are considered to be broadly balanced. On the one hand, the current positive cyclical momentum increases the chances of a stronger than expected economic upswing. On the other hand, downside risks relating to predominantly global factors continue to exist.

同時に発表されたECBのスタッフ見通しでは、実質GDP成長率が2017-19年が各+0.1%ポイントずつ前回3月の見通し対比で上方修正された一方で、統一基準の消費者物価が2017年が▲0.2%ポイント、2018年が▲0.3%ポイント、2019年が▲0.1%ポイント下方修正された(図表1)。原油価格の前提数字(カットオフ日から遡って2週間の原油先物価格の平均値を用いる)の見直しが下方修正の主要因だが、変動の大きいエネルギー・食料を除く消費者物価(いわゆる米国型コア)も2018・2019年がともに▲0.1%ポイント下方修正された。修正後の2019年の消費者物価の見通しは+1.6%と、ECBが掲げる中期的な物価安定の定義(2%を下回るが、それに近い水準)から逸脱しつつある。ECBは中期的が具体的に何年を指しているかを明示していないが、基調的な物価見通しについてもやや慎重になっている様子が窺える。こうしたインフレ見通しの下方修正は理事会の前日に主要メディアを通じてリークされていた。出口着手に向けた金融市場での期待が前のめりで高まることを警戒し、意図的にリークされたものと考えられる。物価や賃金の明確な上昇トレンドが確認されるまでは、ECBが極めて慎重な出口戦略を採用する可能性が高い。

ECBは少なくとも年内いっぱい月額600億ユーロの資産買入の継続を約束している。年内に金融政策を決定する理事会は7月20日、9月7日、10月26日、12月14日の計4回。12月会合は来年以降の緩和縮小を決定するのに直前すぎるため、次にスタッフ見通しを発表する9月会合でのテーパリング決定が有力視されている。ただ、今回のECBの慎重なコミュニケーションや9月下旬から10月初旬にイタリアで総選挙の前倒し観測が浮上しており(選挙制度改正法案を巡って主要政党間の意見相違が再び表面化しており、やや流動的な状況にある)、9月会合での決定が既定路線となった訳ではなさそうだ。10月に先送りされる可能性も十分にある。

テーパリングの方法については、米国同様に予め決められたスケジュールで減額をしていく方法と、その時々で減額の規模と有無を決定する方法が考えられる。新たな物価見通しでは、年末に向けて物価上昇率が鈍化した後、2018年入り後の再加速が予想されている(図表2)。ただ、これまでECBの物価見通しはことごとく下振れしてきた(図表3)。テーパリングに着手するとみられる2018年に予想通りに物価が上向くかECBはまだ確信を持っていない。そこで例えば、現在月額600億ユーロの買入規模を、来年

以降はひとまず400億ユーロに減額し、しばらく様子を見たうえで、さらなる減額を決定するという逐次対応型のテーパリングになる可能性が高まっている。

(図表1) ECBスタッフによる経済見通しの新旧比較

【実質GDP成長率】

	今回 (6月)		前回 (3月)	
2017年	+1.9%	(+1.6～+2.2%)	+1.8%	(+1.5～+2.1%)
2018年	+1.8%	(+0.8～+2.8%)	+1.7%	(+0.7～+2.7%)
2019年	+1.7%	(+0.6～+2.8%)	+1.6%	(+0.5～+2.7%)

【消費者物価】

	今回 (6月)		前回 (3月)	
2017年	+1.5%	(+1.4～+1.6%)	+1.7%	(+1.4～+2.0%)
2018年	+1.3%	(+0.6～+2.0%)	+1.6%	(+0.9～+2.3%)
2019年	+1.6%	(+0.7～+2.5%)	+1.7%	(+0.8～+2.6%)

【ブレント原油 (\$/b) の前提】

	今回 (6月)	前回 (3月)
2017年	51.6	56.4
2018年	51.4	56.5
2019年	51.5	55.9

【USD/EUR為替の前提】

	今回 (6月)	前回 (3月)
2017年	1.08	1.07
2018年	1.09	1.07
2019年	1.09	1.07

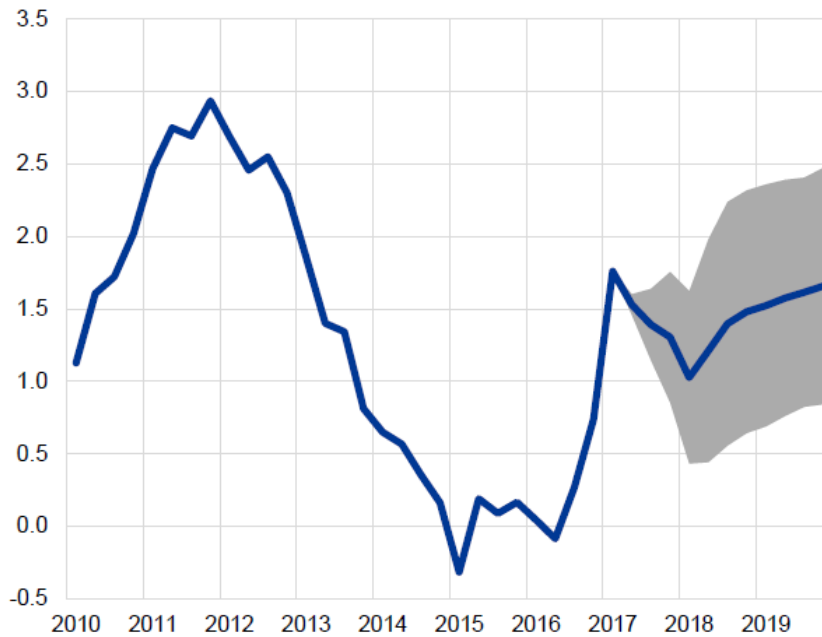
注：括弧内はレンジ

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) ECBスタッフのインフレ率予想(6月)

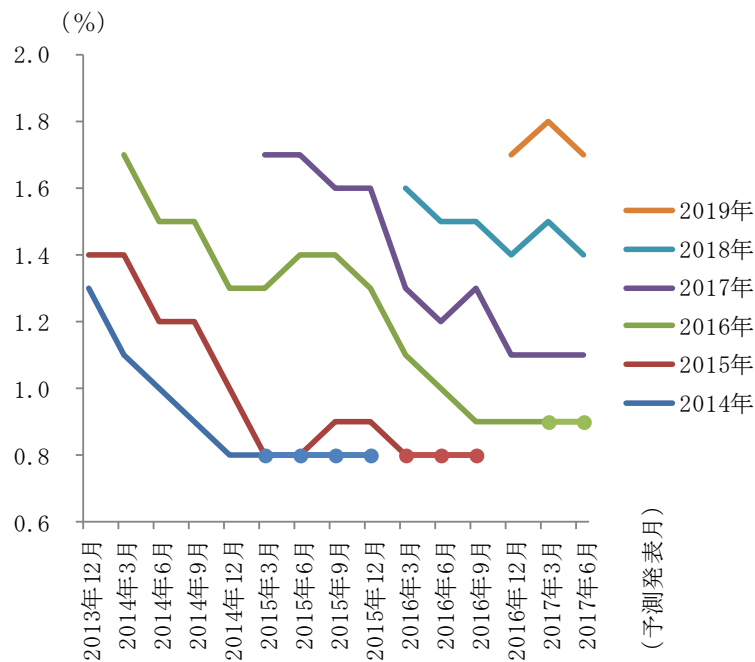
### Euro area HICP

(year-on-year percentage changes)



出所：欧州中央銀行資料より転載

(図表3) ECBスタッフ見通しでの米国型コアCPI予想



注：●印は実績、線グラフは各年の予測値の変遷を表す  
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上