

2015年9月7日 全4頁

危機からの教訓は生かされているのか？

ドラギ総裁は必要なら QE の延長も視野に

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 53

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- 2015年9月3日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会をフランクフルトで開催し、政策金利である主要オペ金利（短期買いオペ：売出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を0.05%に据え置く決定をした。また上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利を同様にそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。
- ドラギ総裁は会見の中で、現行のQEプログラムを調整し、ECBが1銘柄の発行残高に対する購入上限を、従来の25%から33%に引き上げたことを明らかにした。さらに、必要であるならば2016年以降もQEは継続できることを改めて示すなど、追加緩和を匂わす発言が歓迎され、発表直後に外国為替市場で通貨ユーロは売られ、欧州株は全面高の展開となった。
- 会見では、新興国経済の減速がユーロ圏の輸出需要の減速を通じて欧州経済の下方リスクが拡大していることへの懸念が強調された。2015年8月24日の中国株式市場の株価の暴落により、ブラックマンデーを彷彿とさせる大きな相場急落劇が世界中の株式市場で発生している。中国政府は今回の一連の危機対策として、2,000億ドルもの流動性を注入したが、シティでは中国政府の市場介入の規模は小さく、資本逃避が続く中での危機回避には不十分で対応も遅いとの批判が多い。
- 欧州では、相次ぐ政府介入により中国への見方も大きく変化しており、対中国投資への信頼性も揺らぎつつある。無論、中国市場の混乱が各国の中央銀行政策担当者に影響を与えるのはこれからであり、各国中央銀行の制御できない状況が巻き起こるのか、単なる調整局面であるのかを判断するにはもう少し時間を要する。ただし、いずれにしろ、過去の金融危機の教訓を生かして早期に判断することが重要であることには違いない。今回のドラギ総裁の追加緩和を見送るハト派的な判断がどちらに転ぶかは未知数だが、続く米国・日本の中央銀行の舵取りを予想する手掛かりとしては十分であろう。

ECB の定例理事会で追加緩和を期待

2015年9月3日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会をフランクフルトで開催し、政策金利である主要オペ金利（短期買いオペ：売出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を0.05%に据え置く決定をした。また上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利を同様にそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。

さらにECBは、2015年から2017年までのインフレ率および実質GDP成長率の見通しの修正も発表した。原油価格およびコモディティ価格の低迷が長期化するとの見通しから、インフレ率について2015年の従来予想を前年比+0.3%から同+0.1%まで引き下げている。足元8月のユーロ圏統合消費者物価指数（HICP：Harmonized Index of Consumer Prices）の実績速報値が前年同月比+0.2%と、7月の暫定値同+0.2%から上げ幅がほぼ横ばいで推移していたことも一因とされる。2015年後半以降は徐々に回復するとの見方も示しながらも、2016年は前年比+1.5%から同+1.1%に、2017年は前年比+1.8%から同+1.7%にそれぞれ見通しを引き下げた。また中国発の世界同時株安等に代表される新興国経済の失速を理由に実質GDP成長率についても、2015年を従来予想の前年比+1.5%から同+1.4%に、2016年は前年比+1.9%から同+1.7%、2017年は前年比+2.0%から同1.8%に引き下げている。

表1 ユーロ圏のHICP、ECBのインフレ率およびGDP成長率見通しの変更



実質GDP成長率予想(%)				HICPインフレ率予想(%)			
項目	2015年	2016年	2017年	項目	2015年	2016年	2017年
ECB予想(旧:2015年6月3日)	1.5	1.9	2.0	ECB予想(旧:2015年6月3日)	0.3	1.5	1.8
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2015年9月3日)	1.4	1.7	1.8	ECB予想(新:2015年9月3日)	0.1	1.1	1.7

(出所) ECB、Eurostat より大和総研作成

1 銘柄の購入割合を拡大し現行QEを追加調整

今回、ドラギ総裁は会見の中で、現行のQEプログラムを調整し、ECBが1銘柄の発行残高に対する購入上限を、従来の25%から33%に引き上げたことを明らかにした（単一発行体の買い入れ上限は33%で変わらず）。これにより既に上限まで買い増していた長期・超長期債の各銘柄においてもさらなる買い入れが可能となる。また事前の予想では、現行の理事会で2016年9月に終了予定のQEの延長や規模の拡大を予想する声も聞かれていたが、理事会でそのような議論は無かったことも明かした。

現時点での期限延長や規模拡大が議論されなかった事実は、現時点での追加緩和は不要との判断が理事会内でのコンセンサスである印象を受ける。ECBが、インフレ見通しの下方修正を軽微なものに留めただけに尚更といえよう。ただし事前の理事会メンバーの発言などを見ると、追加緩和に関する考えにばらつきがあったことが窺える。特にタカ派であるプラート専務理事は、「昨今の新興国の経済停滞や商品市場の下落により、インフレ率が期限までに目標である2%程度にまで達成されないリスクが拡大した」と、理事会直前に追加緩和の必要性を示唆している。一方、コンスタンシオ副総裁は、8月29日に米国で開かれたFED主催のシンポジウム（ジャクソンホール）で、「現行のQEにおいてもインフレ率を十分下支えしている」（ECBが中国市場での混乱に対する対応を取るのは時期尚早）と発言するなど現行政策の維持派である。

また、ECBは、インフレ目標達成への自信を示したものの、ECBの見通しでは2017年は前年比+1.7%に留めており、現行のプログラムを予定通りに終了させられるかは未知数である¹。一方、会見でドラギ総裁は、必要であるならば2016年以降もQEは継続できることを改めて示すなど、追加緩和を匂わす発言が歓迎され、発表直後に外国為替市場で通貨ユーロは売られ、欧州株は全面高の展開となった。

危機の教訓を生かした各国中央銀行の金融政策が注目される

またドラギ総裁は、新興国経済の減速がユーロ圏の輸出需要の減速を通じて欧州経済の下方リスクが拡大していることへの懸念を強調していた。その象徴が、2015年8月24日の中国市場の株価の暴落により、ブラックマンデーを彷彿とさせる大きな相場急落劇が世界中の株式市場で発生したことであろう。中国政府は今回の一連の危機対策として、2,000億ドルもの流動性を注入したが、シティでは中国政府の市場介入の規模は（株式市場と比較して相対的に）小さく、資本逃避が続く中での危機回避には不十分で対応も遅いとの批判が多い。世界最大の外貨準備を誇り、市場への介入資金は未だ潤沢かもしれないが、相次ぐ政府介入により中国への見方も大きく変化しており、対中国投資への信頼性も揺らぎつつある（そもそも対外債務の規模と比較すると外貨準備は不十分との意見も目立つ）。個人への株式投資推奨により、分散が効かない株式市場の脆さを露呈するとともに、中国政府の管理能力への懸念も根強く、資本逃避の

¹ 今回のQEは、インフレ率が持続可能なまで上昇し、中期的なECBのインフレ目標である2%間近（2%に近いがそれ以下）を達成するまで行われるとしている。裏を返せば2%近くを達成できなければプログラムが延長される無期限型の緩和政策である。

規模が定かではない現在の中国市場への欧州の見方は冷ややかである。

無論、中国市場の混乱が各国の中央銀行政策担当者に影響を与えるのはこれからであり、各国中央銀行の制御ができない状況が巻き起こるのか、単なる調整局面であるのかを判断するにはもう少し時間を要する。ただし、いずれにしろ、過去の金融危機の教訓を生かして早期に判断することが重要であることには違いない。今回のドラギ総裁の追加緩和を見送るハト派的な判断がどちらに転ぶかは未知数だが、続く米国・日本の中央銀行の政策の舵取りを予想する手掛かりとしては十分であろう。欧米と比較して中国株式市場の国内経済との関連性が低いことを差し引いたとしても、危機の始まりがいつも過小評価される印象は否めない。QE、低金利、景気回復が加わったにもかかわらずインフレ率が上がらない各国経済の状況をどのように判断し次なる一手を早急に打てるか、各国中央銀行の過去の金融危機からの教訓が試されるといえよう。

(了)