

2015年11月12日 全6頁

欧州で広がる金融政策のハト派マインド

米国の利上げ観測を横目に、ハトがハトを呼ぶ欧州

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 56

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11月5日、BOEのカーニー総裁は、インフレーション報告書発表の会見の場で、突如、QE拡大や利下げなど金融緩和への方向性を示した。米国に次ぐ「利上げ国」と目されていた英国が、2016年以降も金融緩和継続を一転して宣言したことは市場の驚きを呼び、直後に通貨ポンドは急落した。
- ただし、英国国内需要は堅調であり、企業の投資意欲も高い。米連銀（FRB）の政策次第では、BOEが政策金利を想定より早く引き上げる可能性も未だ残っている。カーニー総裁は、7月に2015年末～2016年初にかけて利上げする可能性について言及するなど、シティでは一貫性の無い発言に対する不信感も抱かれはじめ、現時点では、利上げ時期（2016年第1四半期から第2四半期）に変更はないとする見方が優勢である。
- 2015年10月22日のECBの定例理事会では、ドラギ総裁による次回12月の理事会での追加緩和の方向性に関する発言が注目された。ECBが更なる緩和策をとることで、非ユーロ圏諸国でもマイナス金利を拡大させる状況が鮮明となっている。英国では9月にBOEのチーフエコノミスト、ハルデーン氏が演説の中で、史上初となるマイナス金利の導入に触れるなど、先にマイナス金利を導入しているスウェーデンやデンマーク等に追随する動きが見られる。
- ただし、マイナス金利は、総資金利鞘の低下により欧銀の収益確保をさらに困難にさせる事態を招く。また量的緩和の両立については意見が分かれており、否定的な見解を示す中央銀行も少なくない。ユーロ圏の10月の失業率は10.8%と低水準に留まり、就業率も上昇するなど着実に雇用環境が改善しつつある状況から、ドラギ総裁のハト派のスタンスを疑問視する声も出てきている。

英国中央銀行 (BOE) がハト派に転向

2015年11月5日、英国中央銀行 (BOE) は、定例の金融政策理事会 (MPC) で政策金利を0.5%に据え置くことを決定した。前回 (2015年10月) の理事会に続き、マカファティ委員が0.25%の利上げを主張したものの8対1の投票結果で退けられている。同日発表されたBOEのインフレーション報告書¹では、世界経済の弱い成長が続くものの、英国国内での力強い消費と生産性向上とで相殺され2017年春まで英国の経済成長は続くとされている。

たしかに、雇用統計の結果などを見れば、2015年第2四半期以降も力強い拡大を示し (特に就業率は73.6%と過去最高)、英国の経済成長は先進国では米国に次ぐ伸びを見せていることには違い無い。一方、同日行われた (インフレーション報告書の) 会見の中で、突如BOEのカーニー総裁は、QE拡大や利下げなど金融緩和の方向性を示した。米国に次ぐ「利上げ国」と目されていた英国が、2016年以降も金融緩和継続を一転して宣言したことは市場の驚きを呼び、直後に通貨ポンドは急落した。ハト派に転じた背景としては、2014年央以降の原油価格下落に伴う新興国経済への懸念や、2013年7月のカーニー総裁就任以来一貫して続くポンド高によりインフレ率の上昇が1年前の予測よりも鈍いことが挙げられている。これらの要因が当面は継続することで、英国経済のインフレ圧力が相殺される懸念が高まったためとされる。来年以降、エネルギー価格の一時的な下落要因が剥落するものの、2016年後半までインフレ率は1%を下回り、2017年までは目標としている2%に達しないとして、BOEは利上げを急がないという方針を強調した。エネルギー価格の下落を主因としたインフレ動向の不確実性に振り回されている各国中銀の状況を見ても、BOEが現時点では金融政策の引き締め慎重なスタンスが強まると予想される。

ただし、英国国内需要は堅調であり、企業の投資意欲も高い。米連銀 (FRB) の政策次第では、BOEが政策金利を想定より早く引き上げる可能性も未だ燻っている。カーニー総裁は、7月には利上げ時期を2015年末~2016年初にかけて利上げする可能性について言及²するなど、シティでは一貫性の無い発言に対する不信感も抱かれはじめ、現時点では利上げ時期の予想 (2016年第1四半期から第2四半期) に変更はないとする見方が優勢である。またインフレ率は来年後半まで目標である2%を下回るとした「利上げ国」からの脱落宣言は、カーニー総裁の肝いりで開始された「フォワード・ガイダンス」が不首尾に終わったという宣言とも受け取れる。市場に訴えかける金融政策 (フォワード・ガイダンス等) だけでは、これまでのような政策効果が得られなくなっていることが明らかになりつつあるといっても過言ではない。FRBの利上げ観測の長期化により、市場へのアナウンスメント効果が剥落しつつある恐れも指摘される。

1 BOEが発表する英国のマクロ経済予測。ECBやFRBでは同様の報告書が3月、6月、9月、12月に理事会の場で政策金利と同時に発表されるが、BOEでは、2月、5月、8月、11月の政策金利発表2週間後に公表されていた。ただし今年の8月から政策金利と同日の発表に変更されている。

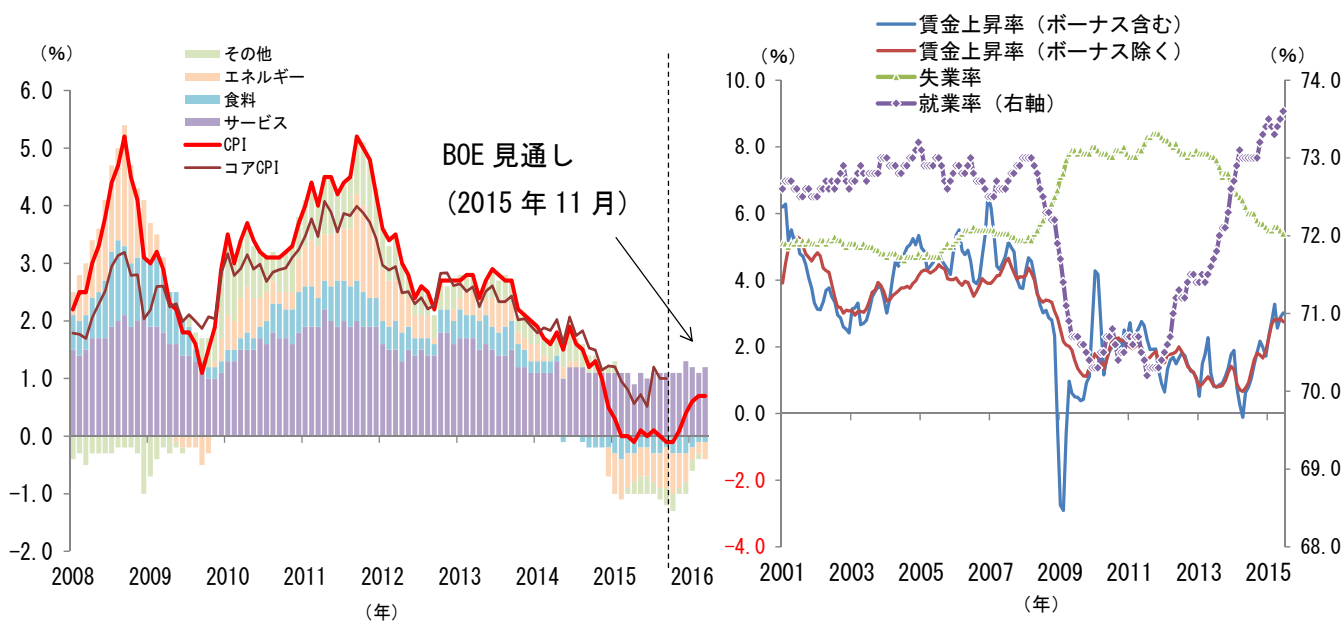
2 利上げを示唆する発言はMPCの一員である自身のものであり、BOEの方針を表したものではないと釈明している。

図表1 これまでのBOEの金融政策に関する発表の推移

2015年2月	インフレーション報告書	経済を圧迫する向かい風が持続していることから、政策金利を引き上げる際には、 前回のサイクルよりも緩やかなペースで引き上げられるだろうとMPCが指摘。
3月	MPC	インフレ見通しについて比較的情報が限られていることから、金融政策の据え置きを全員一致で決定 （ただし2委員はこれを難しい決定とした） 。また、今後の政策金利のパスについて委員間で様々な見解があったものの、 今後3年間に於いて政策金利が上がる可能性が高いとの見方で全員一致。
4月	MPC	金融政策の据え置きを全員一致で決定 （ただし2委員はこれを難しい決定とした） 。また、今後3年間に於いて政策金利が上がる可能性が高いとの見方で全員一致。
5月	インフレーション報告書	2月のインフレーション報告書で指摘された、経済を圧迫する向かい風が和らぎつつあることを認め、今後2年以内にインフレを目標値に到達させる方向で一致。しかし、金融危機の影響が弱まるにつれて政策金利は継続して上がる可能性が高い。今後の経済見通しを考慮し金融政策の据え置きを決定。
6月	MPC	前回MPCから動きが少なく5月のインフレーション報告書の予測と一致していたため、金融政策の据え置きを全員一致で決定 （ただし、2委員は政策金利の引き上げ可否については「難しい判断」とした） 。
7月	MPC	金融政策の据え置きを全員一致で決定。数名の委員はインフレが中期的な目標の2%を超えるリスクに鑑み、政策金利の引き上げ支持を検討した。 しかし、ギリシャ情勢の混乱からこれを見送るなど「難しい判断」であったと指摘。
	講演でのカーニー総裁の発言（7月16日）	今後3年の間に過去平均の半分、あるいは約2%までの政策金利の引き上げを予期しているとしたが、経済に与える影響によりその時期や引き上げ幅は変動すると指摘。また、引き上げのペースは緩やかなものになるとし、 2015年末から2016年初あたりが利上げの開始時期になるとの見方を示した。
8月	インフレーション報告書	経済を圧迫する向かい風が依然として続く可能性を考慮し、政策金利が引き上げられた場合には、 近年の利上げのサイクルよりも緩やかなペース、かつ利上げの水準も低いものになることで全委員が一致。 今後のデータを注意深く見守る姿勢。
9月	MPC	マカファティ委員が0.25%の利上げを支持。 インフレ目標とリスクのバランスについては委員の中でも意見が分かれるが、大半は現行の金融政策のスタンスは適切と判断。
10月	MPC	マカファティ委員が、国内のコスト上昇圧力はポンド高による影響を上回り中期的にインフレのオーバーシュートを引き起こすことを懸念し、再度、0.25%の利上げを支持。利上げペースについては9月に同じ。
11月	インフレーション報告書	堅調な国内民間需要に加え、国内物価圧力の高まりが予想されるが、コモディティ価格などの下落によりインフレ率は2016年後半まで1%を下回るとし、2017年まで利上げを急がない方針を示した。 加えて、記者会見の場でカーニー総裁は、利下げやQE拡大などの金融緩和の方向性を指摘。

(出所) 英国中央銀行より大和総研作成

図表2 英国の消費者物価指数と寄与度（左）、雇用統計（右）



(出所) 英国中央銀行より大和総研作成

ハト派のドラギ総裁は、さらにハト派に

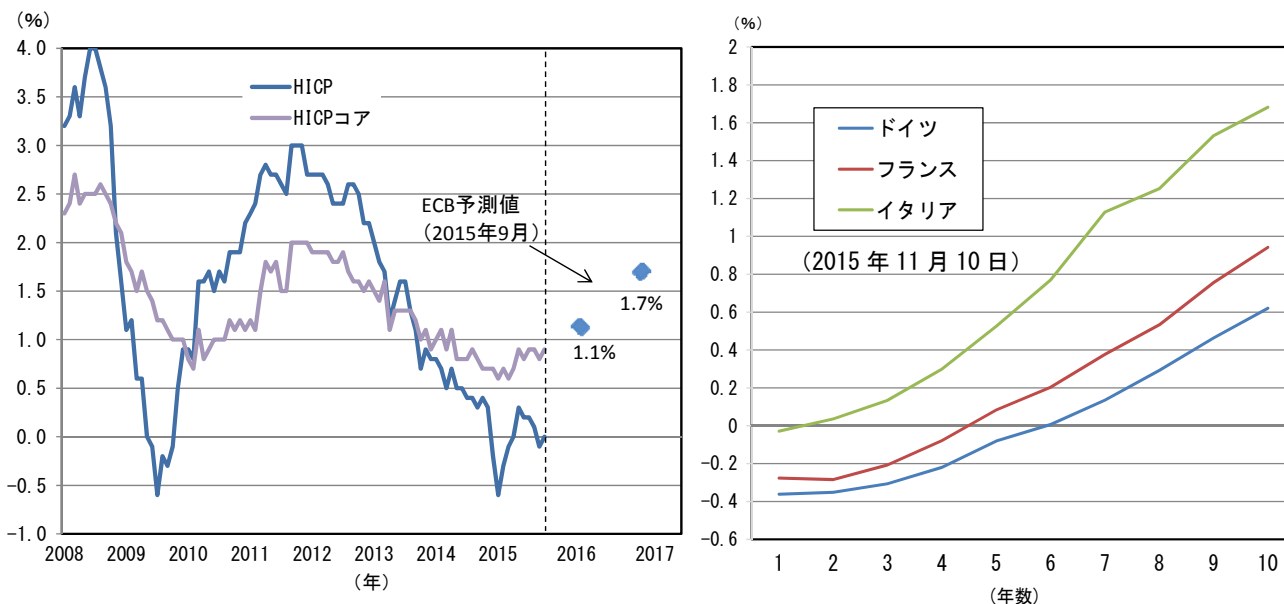
2015年10月22日のECBの定例理事会では、ドラギ総裁が政策金利である主要オペ金利（短期買いオペ：売り出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を0.05%に据え置く一方、次回12月の理事会での追加緩和の方向性に関する発言が注目された。

ドラギ総裁は、①QE（資産購入プログラム）の期間延長、②購入額の引き上げ、③購入対象債券の拡大に加えて、④預金ファシリティ金利の引き下げを選択肢として言及している。その背景に、9月にユーロ圏統合消費者物価指数（HICP：Harmonized Index of Consumer Prices）の実績値が前年同月比マイナス0.1%と、今年の3月以来再度マイナスとなっていることが挙げられる。10月はデフレから脱却したものの（速報値でゼロ%）、インフレ圧力が乏しい状態が続く見込みであり、米国が12月に利上げに踏み切るか否かに関係なく、年内にもECBが明確な追加緩和に動く可能性が高いという意見が優勢である。

ただし、QEの期間延長という対応では緩和のインパクトは乏しく市場の満足感は低い。12月の理事会では、良い意味でのドラギ総裁のサプライズを期待する声も多く、10月の理事会で初めて提示された、預金ファシリティ金利の引き下げに対する期待が高まっている。下限金利の引き下げにより、ドイツやフランスなど現行マイナス0.2%以下の国債もECBがQEで購入可能となり（現行であればドイツ国債は5年以上、フランス国債は4年以上がQEでの購入対象）、通貨ユーロ安をさらに誘導するインパクトは高まる。既にさらなる金利の引き下げが理事会メンバー内で合意事項とのリーク記事も出始めていることに加えて、事前の会合で含みを持たせ

た内容に関して「有言実行」を貫くドラギ総裁の今までの行動パターンを考慮すると、（総裁自身はマイナス金利のさらなる引き下げに消極的ではあるが）シティでは ECB は追加緩和をやらざるを得ないという見方が優勢となっている。

図表3 ユーロ圏の消費者物価上昇率（左）と独・仏・伊のイールドカーブ（右）



（出所）各国中央銀行のサイトより大和総研作成

ドラギ総裁のハト派すぎるスタンスに疑問の声も

また興味深いのは、ECB が更なる緩和策をとることで英国を含め、非ユーロ圏諸国でもマイナス金利を拡大せざるを得ない状況が鮮明となっていることだろう。非ユーロ圏諸国の中銀は相対的な通貨安を目指し、経済成長を損なうことを回避せざるを得ないといえる。英国でも 9 月に BOE のチーフエコノミストのハルデーデン氏の演説³の中で、史上初となるマイナス金利の導入を示唆するなど、先にマイナス金利を導入しているスウェーデンやデンマーク等に追随する動きに拍車がかかっている。ドラギ総裁は、ECB が為替レートを目標にしているとの市場の憶測を固く否定しているが、為替レートが経済成長に及ぼす影響の甚大さと、何もしなければユーロ高が続くリスクは認めていることから、非ユーロ圏諸国の通貨もこれに追随せざるを得ないといえよう。

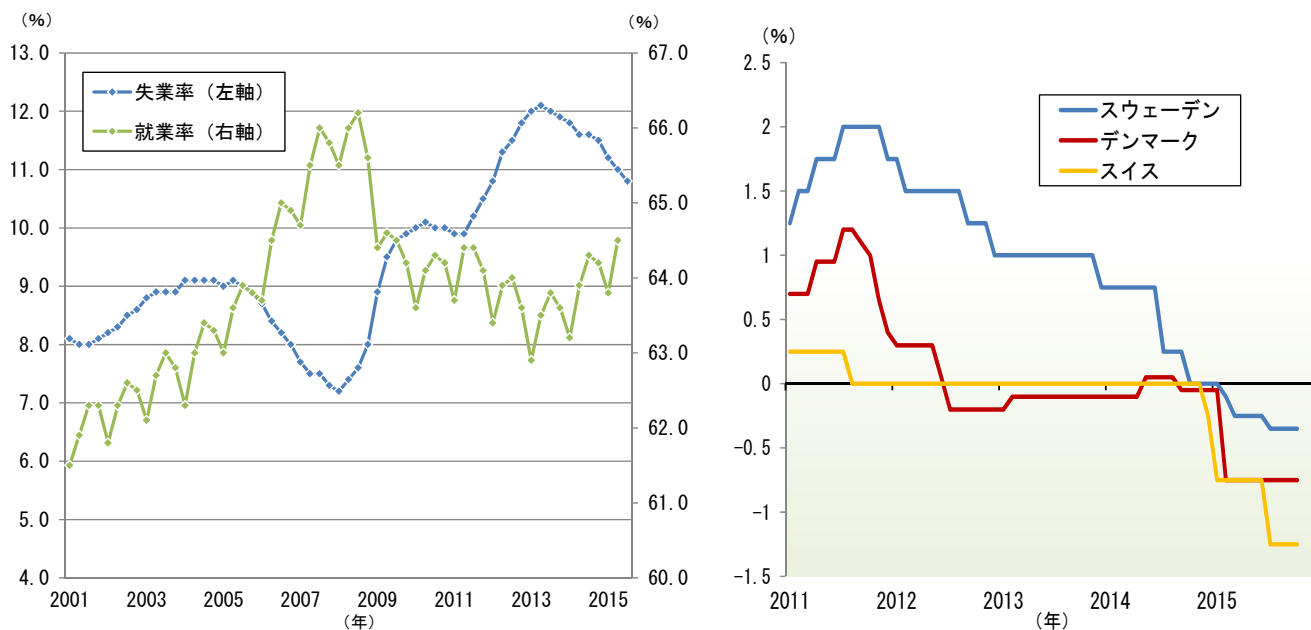
一方、マイナス金利は、総資金利鞘の低下により欧銀の収益確保をさらに困難にさせる事態を招くことは想像に難くない。マイナス金利と量的緩和の両立については意見が分かれており⁴、否定的な見解を示す中央銀行も少なくないことも、それを示唆している。バーゼルⅢや

3 ハルデーデン氏は、マイナス金利導入時に懸念されるタンス預金を防ぐため、現金紙幣の廃止、ビットコインの様なデジタル通貨の導入など提唱している。Andrew G Haldane, “How low can you go”, 2015/9/18, BOE.

4 菅野泰夫、「ECB 国債買入れ型量的緩和策を導入へ」、2015 年 1 月 23 日、大和総研レポート
http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20150123_009372.html

TLAC⁵(Total Loss-Absorbing Capacity)などの国際金融規制の本格実施が大詰めを迎えるなか、銀行はさらなる利益の積み増しを求められることには違いはなく、未だマイナス金利分のコストを顧客から回収しきれない欧銀の多くに影響が出てきそうだ。ユーロ圏の10月の失業率は10.8%と低水準に留まり、就業率も上昇するなど着実に雇用環境が改善しつつある状況から、ドラギ総裁のハト派のスタンスを疑問視する声も出てきている。

図表4 ユーロ圏の雇用統計（左）と、非ユーロ圏諸国の政策金利（右）



(出所) 各国中央銀行のサイトより大和総研作成

米国の利上げ観測が高まるなか、市場参加者は利上げによるユーロ安など先を見越した行動をとりがちともいえよう。しかし、今年の夏までが英国経済の頂点とする意見も多く、その後の成長に疑問を呈する声も少なくない。欧州では、難民問題により財政負担が増加し、インフレ圧力がかかることも想定される⁶。度重なる緩和観測を軽視しつつある風潮にも十分警戒する必要があるだろう。

気持ちに強く訴えかける政策効果への賛否は両論であるが、政策の意図が正しく实体经济に伝播するかは今後の課題ともいえる。金融政策にハト派が優勢となる欧州市場で、12月に米国の利上げが実施されなかった場合、(ハト派)勢力がさらに拡大するかは注目したい。

(了)

⁵ 11月9日にFSBから発表されたTLACの最終報告書では、欧銀に大きなインパクトは無かったものの、規制対応にて、これ以上の増資が困難であることには違いなく、利益積み増しが必要とされる。FSB, "FSB issues final Total Loss-Absorbing Capacity standard for global systemically important banks", 2015/11/09, FSB press release.

⁶ 短期的には財政への懸念が大きい難民問題ではあるが、長期的には、大陸欧州への大規模な移民流入により、労働力確保への期待も高まり、金融緩和を行わずとも实体经济へ良い影響が出てくることが期待されている。ただし、現段階では、北米の着実な人口増加に対し、少子高齢化に突入している欧州の人口動態の差は大きく、移民による労働力の増加の影響は当面先であるとされる。