

2017年6月9日 全5頁

追加利下げの可能性を排除した ECB

金融政策「正常化」への最初の小さな一歩

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 6月8日のECBの金融政策理事会では、政策金利が予想通り据え置かれ、また資産買取プログラムも「少なくとも2017年末まで月額600億ユーロの買取」を継続することが確認され、サプライズはなかった。
- ECBスタッフの経済予想では、GDP成長率は2017年から2019年にかけて0.1%ptずつ上方修正されたのに対し、インフレ率は下方修正され、2017年+1.5%、2018年+1.3%、2019年+1.6%と、ECBが目指す「+2%をやや下回るインフレ率」の達成が確実でないことが示唆された。
- 事前に予想されたように、ECBは金融政策のフォワード・ガイダンスにおいて「政策金利は現行水準、またはそれを下回る水準」のうち「それを下回る水準」との表現を削除し、追加利下げの可能性を排除した。ユーロ圏のデフレ懸念がなくなったことをその理由に挙げており、緩和政策の方向転換に向けた最初の一歩である。もっとも、非伝統的な金融緩和政策をどう「正常化」するかはまだECB理事会で議論されていないとされ、またインフレ圧力が高まっていないことも強調された。ECBは緩和政策の修正を慎重に進めると予想される。

6月のECB金融政策理事会

6月8日のECB金融政策理事会では、主要オペ金利0%、中央銀行預金金利-0.4%、限界貸出金利0.25%と政策金利が予想通り据え置かれた。また、資産買取プログラムも「少なくとも2017年末まで月額600億ユーロの買取」を継続することが確認され、サプライズはなかった。

3か月ごとに発表されるECBスタッフの経済予想では、GDP成長率の予想は2017年+1.9%、2018年+1.8%、2019年+1.7%と前回の3月時点の予想と比べ、それぞれ0.1%ptずつ上方修正された。ユーロ圏では企業と消費者の景況感が改善傾向にあり、内外需がそろったバランスのとれた景気拡大が継続すると見込まれる。ECBスタッフの景気見通しでも、需要項目別内訳では個人消費、固定資本形成、輸出がそれぞれ上方修正された。

一方、インフレ率（消費者物価上昇率）の予想は、2019年にかけて下方修正された。2017年+1.5%、2018年+1.3%、2019年+1.6%となり、ECBが目指す「+2%をやや下回るインフレ率」の達成が2019年までを視野に入れても確実でないとの見通しが示された。ここ数カ月のインフレ率は2月に前年比+2.0%まで加速したあと、3月は同+1.5%、4月は同+1.9%と比較的変動が大きかった。原油価格の変動と、イースターが昨年は3月、今年は4月とずれたことの影響を受けたためだが、その影響が消えつつある5月は同+1.4%に伸びが鈍化した。ECBスタッフ予想でインフレ率が下方修正された原因として、ドラギ総裁はまず原油価格の見通しが引き下げられたことを挙げた。ただ、より影響が大きいのは、ユーロ圏の賃金上昇率がなかなか加速してこないことである。ユーロ圏でも就業者数が増加し、失業率は低下傾向にあるのだが、4月の失業率は9.3%と金融危機前の7%台にはまだ届いていない。加えて、低技能職やパートタイムなどの就業が増えていることも、賃金上昇率を抑制している要因として指摘されている。

図表1 ECBスタッフの景気・インフレ見通し

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		3月予想		3月予想
2016	1.7	1.7	0.2	0.2
2017	1.9 (1.6~2.2)	1.8 (1.5~2.1)	1.5 (1.4~1.6)	1.7 (1.4~2.0)
2018	1.8 (0.8~2.8)	1.7 (0.7~2.7)	1.3 (0.6~2.0)	1.6 (0.9~2.3)
2019	1.7 (0.6~2.8)	1.6 (0.5~2.7)	1.6 (0.7~2.5)	1.7 (0.8~2.6)

(出所) ECB データより大和総研作成

フォワード・ガイダンスの修正

6月のECB理事会で注目されていたのは、金融政策のフォワード・ガイダンスを修正するかどうかであった。大方の予想通り、「政策金利は現行水準、またはそれを下回る水準が見込まれる」とのフォワード・ガイダンスから、「それを下回る水準」との表現が削除され、追加利下げの可能性が排除されることになった。ドラギ総裁はユーロ圏のデフレ懸念がなくなったと判断したことをその理由に挙げている。今回の変更はごく小さな変化であるが、ドラギ総裁の就任以降、一貫して継続されてきた金融緩和政策の方向転換に向けた最初の一步である。これに加えて、これまで景気見通しには「下振れリスクがある」としてきた点に関しても、「リスクは上振れと下振れがバランスしている」との表現に変更された。

もともと、以上の変更は追加緩和の可能性が大きく後退したことを意味するものの、ECBの金融緩和は少なくとも2017年末までは「継続」される。非伝統的な金融政策を中立に戻すための「正常化」プロセス、より具体的に言えば資産買取額の減額、あるいは資産買取の停止、マイナス金利を引き上げといった対策をいつ、どのように進めるかに関する手掛かりは今回も何も明らかにされなかった。ECB理事会後の質疑では、非伝統的な金融緩和政策の「正常化」に関してECB理事会で議論されなかったことだけは明らかにされた。

非伝統的な緩和政策の修正に時間をかける ECB

ECBはユーロ圏の景気回復に自信を深めつつある一方、この景気回復は非伝統的な金融緩和というサポートがあってこそと認識している。また、緩和政策の転換の前提となるインフレの見通しに関しては、「+2%をやや下回る水準」を継続的に維持できるか、現時点はまだ確信が持っていないと見受けられる。フォワード・ガイダンスの修正を通じて、追加利下げの可能性を排除したとはいえ、資産買取プログラムに関しては、必要が生じれば買取期間の延長、買取額の拡大の可能性もあると言及している。インフレ圧力が高まってこない中で、ECBは緩和政策の修正を慎重に進めると予想される。資産買取額の減額など、金融政策の正常化に向けた次のステップが示唆されるタイミングは、ECBスタッフの景気とインフレ予想が更新される9月のECB理事会になると予想する。

ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は速報値から上方修正

ECB理事会と同日の6月8日にユーロ圏の2017年1-3月期のGDP成長率の改定値が発表され、速報値の前期比+0.5%から同+0.6%に上方修正された。2013年4-6月期から続いている現在の回復局面の成長率の平均は+0.4%であり、これを明確に上回る成長率である。

ユーロ圏を構成する各国のGDP成長率が総じて速報値から上方修正されたが、フランス（速報値は前期比+0.3%→改定値同+0.4%）、イタリア（同+0.2%→同+0.4%）の「出遅れ組」の成長率が上方修正されたことが注目される。また、ギリシャの速報値は同-0.1%だったが、改定値は同+0.4%に上方修正され、2016年10-12月期に続く2四半期連続のマイナス成長を免れた。ドイツなど一部の国に偏った景気回復ではなく、加盟国がそろって景気回復していることはECBにとっても安心材料となろう。

また、速報値では発表されていなかったユーロ圏の1-3月期の需要項目別の内訳が発表されたが、こちらも個人消費が前期比+0.3%、固定資本形成が同+1.3%、輸出が同+1.2%とそろって高い伸びを記録した。過去4年のユーロ圏の景気回復は個人消費が牽引役を務めてきたが、これに輸出と投資が加わり、バランスの良い景気拡大局面へと移行していると判断される。ユーロ圏の投資比率（固定資本形成がGDPに占める割合）は1-3月期に20.9%となり、1995年から2017年までの平均値である21.3%まであと一息というところまで回復した。

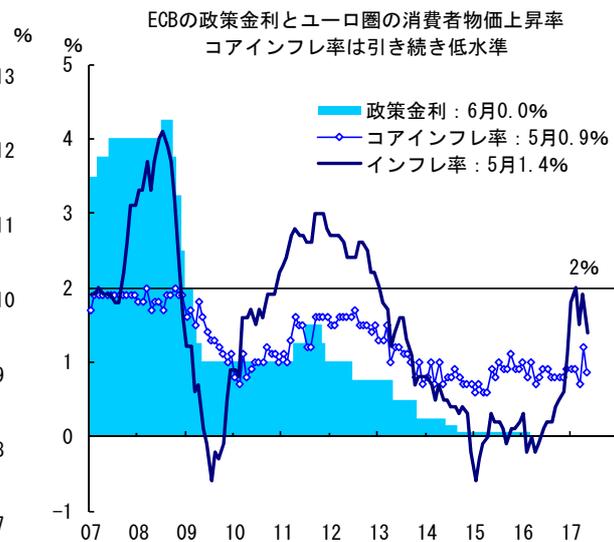
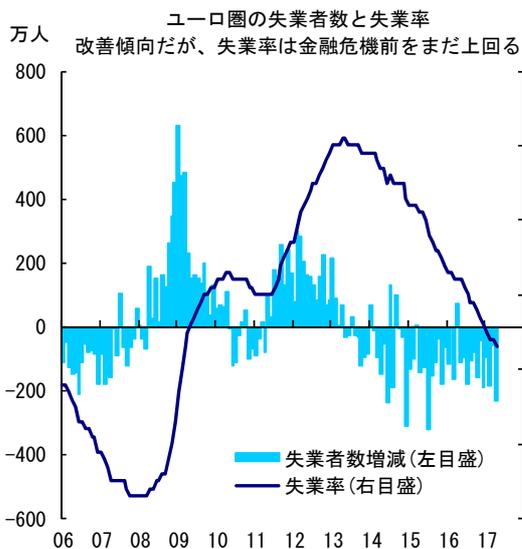
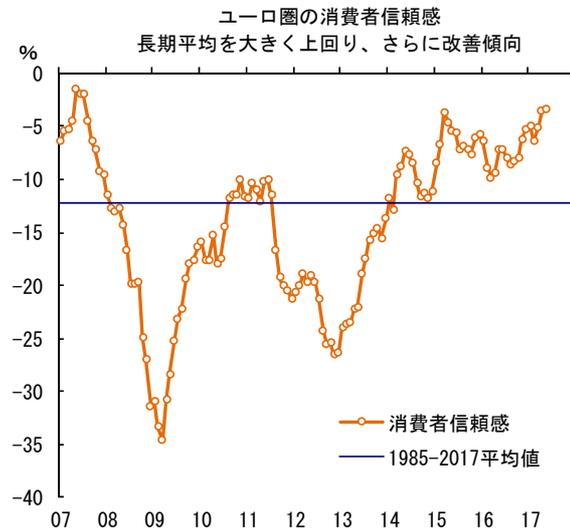
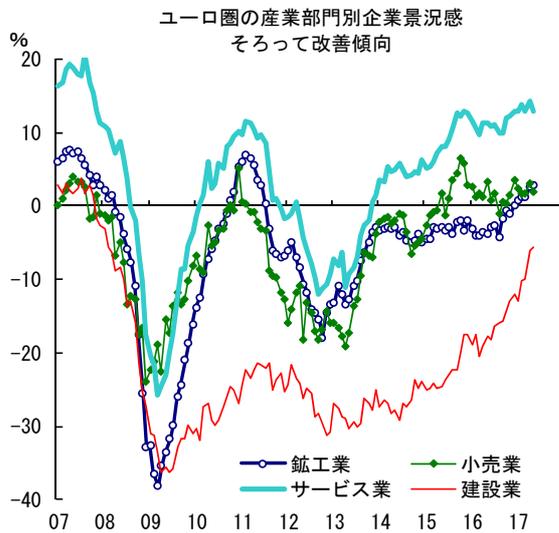
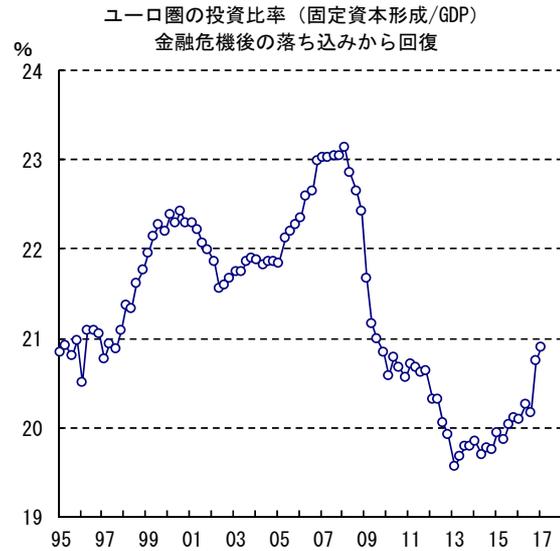
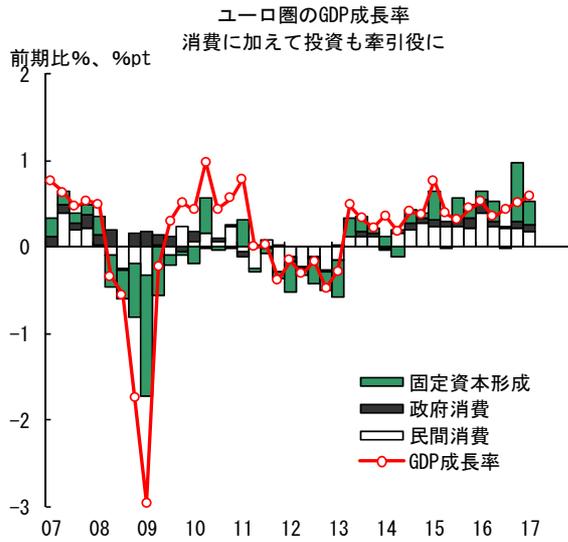
なお、ECB理事会に合わせて発表されたECBスタッフの経済予測は5月末までのデータに基づいて算出されており、当然ながらこのGDP統計の改定は反映されていない。次回の9月の予想でユーロ圏の成長率予想がさらに上方修正される可能性は高いと予想される。

図表2 ユーロ圏と加盟国のGDP成長率

	ユーロ圏 GDP比% 2015	前期比%				前年比%			
		2016			2017	2016			2017
		Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
ユーロ圏19カ国	100.0	0.3	0.4	0.5	0.6	1.6	1.8	1.8	1.9
ドイツ	29.1	0.5	0.2	0.4	0.6	1.8	1.7	1.8	1.7
フランス	21.0	-0.1	0.2	0.5	0.4	1.1	0.9	1.2	1.0
イタリア	15.7	0.1	0.3	0.3	0.4	0.8	1.0	1.1	1.2
スペイン	10.4	0.8	0.7	0.7	0.8	3.4	3.2	3.0	3.0
オランダ	6.5	0.7	0.8	0.6	0.4	1.8	2.5	2.8	2.8
ベルギー	3.9	0.5	0.1	0.4	0.6	1.2	1.2	1.1	1.6
オーストリア	3.2	0.1	0.6	0.6	0.6	1.3	1.7	1.9	1.9
アイルランド	2.1	0.8	4.0	2.5	#N/A	3.8	6.3	6.6	#N/A
フィンランド	2.0	0.0	0.8	0.6	1.2	0.6	1.8	1.9	2.6
ポルトガル	1.7	0.2	0.9	0.7	1.0	0.9	1.7	2.0	2.8
ギリシャ	1.7	0.4	0.7	-1.1	0.4	-0.4	2.1	-1.0	0.4
スロバキア	0.8	0.8	0.6	0.8	0.8	3.5	3.1	2.9	3.1
ルクセンブルク	0.5	1.2	1.0	1.3	#N/A	4.5	5.4	3.6	#N/A
スロベニア	0.4	0.8	1.2	1.3	1.5	2.0	3.0	3.8	5.0
リトアニア	0.4	0.7	0.5	1.5	1.4	2.0	1.8	3.1	4.1
ラトビア	0.2	0.7	0.5	1.2	1.6	1.0	0.6	2.3	4.0
エストニア	0.2	0.8	0.5	1.9	0.8	0.8	1.8	2.8	4.0
キプロス	0.2	1.2	0.7	0.7	0.6	2.8	2.9	2.9	3.3
マルタ	0.1	0.7	1.8	1.7	#N/A	4.4	4.9	5.1	#N/A

(出所) Eurostat データより大和総研作成

図表3 ユーロ圏の主要経済指標



(出所) Eurostat データより大和総研作成