

ECB利上げ先送り—ユーロ圏が景気後退期入りする確率は僅少

作成日 2019年3月13日

FRBの利上げ休止に先導された各国中銀の利上げ消極姿勢が世界景気の持続性を高めると考えます

景気に底打ち感が出始めた中での利上げ先送り

■ ECB(欧州中央銀行)は3月の定例理事会で、フォワード・ガイダンス(政策金利に関する運営方針)を変更し、「利上げ時期を当初予定の今年9月から3ヵ月先送りする」と示唆しました。すでに「ユーロ圏景気は下げ止まりつつあり底打ちの兆しが出てきた」との観測が広がる市場を、(景気が急速に悪化した訳でもなく)「予想外に早いタイミングでの利上げ先送りの決定だった」と驚かせました(注1)。

(注1)なおECBは今回、銀行向け長期資金供給策の第三弾(TLTRO-III)の9月実施も決定しましたが、数年前のTLTRO等の償還期限が順次、到来することへの技術的な対応で「緩和強化策とは言えない」と市場は受け止めました。

■ 理事会メンバーも「当初はフォワード・ガイダンス変更を想定していなかった」「ドラギ総裁の踏み込んだ提案にハト派(利上げ消極派)も驚き」(ロイター、7日付)と報道されました。景気後退の危険が迫っている訳ではないからです。ドラギ総裁は市場で広がるユーロ圏景気の底打ち観測を承認し、「域内各国で景気を下押ししてきた要因は薄らぎ始めている」と会見で明言しました。企業の資金需要は根強く、銀行貸出も増加傾向が続いています(図表参照)。

【図表】ユーロ圏の企業向け銀行貸出(前年比、%)



■ 「ユーロ圏景気がリセッション(景気後退)に陥る確率は非常に低い」との認識は理事会メンバー全員が共有している、とドラギ総裁は明言しました。その上で、決定の狙いを「ユーロ圏景気の耐性(resilience)を高めておくため」と述べたのです。景気を悪化させるリスク要因の顕現化を回避する予防措置との位置づけでした。

「性急な利上げが景気後退を招いた」過去を反省か

■ ドラギ総裁は会見で「ユーロ圏景気を下支えているのは、良好な雇用市場であり、賃金も上昇しつつある」と述べました。同時に、「賃金上昇が進んでも、かつてほどは物価が上昇しにくくなっている」との言葉を口にしました。

■ この言葉は、好景気をより長く持続させるため、景気を腰折れさせる過度な利上げを戒めるパウエルFRB(米連邦準備制度理事会)議長が好んで使う言葉です(注2)。

(注2)拙稿「利上げ消極派が主導権を握ったFRB、次回会合で鮮明に—9月FOMCで新たな政策枠組みを示唆する可能性」(週刊金融財政事情2018年9月17日号)

■ パウエル議長は、昨夏から半年かけて主流派だった3.5%への利上げを主張した利上げ積極派を抑え込み、2.5%へ引き上げた昨年12月、利上げ休止宣言を早々と出しました。

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。

■ 中央銀行は、物価目標を上回るインフレで景気が過熱すると、利上げによって銀行貸出への企業や家計の借入れ意欲を削ぎ、設備投資や住宅投資等の過熱を冷まそうとします。「雇用市場で労働需給がひっ迫してくると賃金が上昇し、物価を押し上げるので利上げが必要」とされてきました。

■ しかし、パウエル議長もドラギ総裁も「賃金上昇が進んでも、かつてほどは物価が上昇しにくい時代になった」との利上げ消極派の考え方を支持しているのです。

■ しかも過去には、利上げの冷却効果が効き過ぎ、景気後退を招いたことが幾度もありました。パウエル議長が恐れたのはこの点です。IMF(国際通貨基金)も世界経済見通しの最大のリスク要因とみたのが、(米中貿易摩擦と並び)「FRBの利上げ加速」でした。ドラギ総裁も、かつて2011年の前任トリシェ総裁(当時)の性急な利上げが、欧州債務危機の景気悪化を招いた反省を意識していると考えられます。

対中関税の撤廃ならユーロ圏成長率は上方修正へ

■ さらに、FRBが利上げを休止した現状ではユーロ高/ドル安が進行しやすくなります。利上げと同様、景気冷却効果のある通貨高を避けるためにも、ドラギ総裁は「利上げ先送りのメッセージ発信」を急いだことが、今回の「驚きの決定」の一因と考えられます。豪州準備銀行やカナダ中央銀行など他の中央銀行も相次いで、FRBの利上げ休止を受け、利上げ消極姿勢を鮮明にしつつあります(注3)。

(注3)拙稿「マンスリー通貨レポート2019年3月号」(明治安田アセットマネジメント)

■ そもそも上述「ドラギ総裁の踏み込んだ提案」のきっかけは、「事務方が提示した2019年ユーロ圏経済成長率予測の下方修正を見て提案してきた」(前出口ロイター)模様です。3ヵ月前の予測は1.7%でしたが、今回1.1%へ下方修正されました。修正理由は「トランプ米政権が中国製品に課している関税の現状維持を予測の前提にした」(ドラギ総裁)からです。ところが市場は「関税はトランプ大統領の交渉ツールに過ぎず早晚、撤廃される」と見越し、(4月にずれ込む公算となった)米中首脳会談での関税一部撤廃に期待します。もしも市場の読み通りとなれば、ユーロ圏経済成長率は上方修正される筋合いと言えそうです。

■ こうした各国中銀の利上げ消極姿勢は、(i) 万一、米中貿易摩擦が長期化する事態への耐性を高め、市場心理悪化による逃避的な円高進行を抑える要因になるとともに、(ii) 景気拡大の持続性を高めることで、主要国の株式市場や社債市場では(上下動を伴いつつも)息の長い上昇相場が期待できそうです。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職