

Euro Trends

ECBのジレンマ

発表日：2010年10月1日(金)

～域内物価安定と銀行の資金繰り支援の間で難しい政策の舵取りを迫られる可能性も～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 9月末にかけて、ECBの資金供給オペで借り入れた3,788億ユーロが満期を迎えたが、銀行が借り換えを行なったのは2,998億ユーロにとどまり、銀行システム全体で見ればECBの流動性供給への依存度は徐々に弱まっている。回復の遅れていた非金融企業向けの銀行貸出にも持ち直しの動きが広がってきた。金融機能が正常化に向かっている証左として評価したい。
- ◇ だが、欧州周辺国の一部の銀行は引き続きECBオペに資金調達を依存している。今回のアングロ・アイリッシュ銀行の救済費用が膨れ上がった事例が物語るのは、今後各国が財政再建を進めるなかで实体经济の冷え込みや資産価格の一段の下落が生じる場合、資本基盤が脆弱な一部銀行の経営難が続く可能性があることだ。
- ◇ では、一部銀行のECB依存が続く限り、ECBが政策金利の引き上げに動くことはないのだろうか。域内の物価安定が脅かされる事態となれば、ECBは躊躇なく利上げに踏み切るだろう。その場合、政策金利と連動した銀行の資金繰り支援は別の方法で対処することになると考えられる。
- ◇ これまでのところコア物価の安定基調は崩れていない。だが、景気回復を牽引するドイツで先行きのインフレ圧力の芽が出てきている点に注意が必要だ。域内最大国であるドイツの内需回復がユーロ圏全体の物価安定を脅かす恐れが出てきた時、ECBは利上げに踏み切れるのか。近い将来にECBは難しい政策の舵取りを迫られることになる可能性がある。

■ 銀行システム全体で見ればECBの流動性供給オペへの依存度は弱まっている

欧州周辺国の一部の銀行は引き続きECBオペに資金調達を依存しており、9月2日の政策会合では少なくとも来年初までは銀行が必要とする全額を無制限に供給し続けることが約束された。だが、ECBは予てより過度な流動性依存の弊害を指摘しており、今後どのような形で出口戦略を進めていくかが注目される。

9月末にかけて、定例オペ・長期オペで借り入れた3,788億ユーロが満期を迎えたが、銀行がECBから借り換えを行なったのは2,998億ユーロにとどまり、6月末に続き資金供給オペへの依存度は徐々に弱まっている(図表1)。ECBは非常時対応で拡充したオペのうち、6ヶ月物と12ヶ月物は打ち切り済みで、ロールオーバー分は定例オペと1ヶ月・3ヶ月物の長期オペで対応している(図表2)。

オペの適用金利は現行の政策金利に等しい1.0%で、これはインターバンク市場での平均貸出金利を上回っている。つまり、純粋に金利環境だけを考えれば、銀行間取引で資金を調達可能な銀行がECBの資金

供給オペを利用する理由はない。

オペ拡充以前の2007-08年頃と比べると、当時は定例オペに対して200~300前後、3ヶ月物オペに対して150前後の入札参加者がいたのに対し、入札方式を採用していない9月末時点では定例オペの利用者が129、3ヶ月物オペが182。したがって、ECBの資金供給に現在も依存している銀行は最大で180程度。平時におけるオペ利用者との差を特に依存度の強い銀行と考えると30程度と推測される。

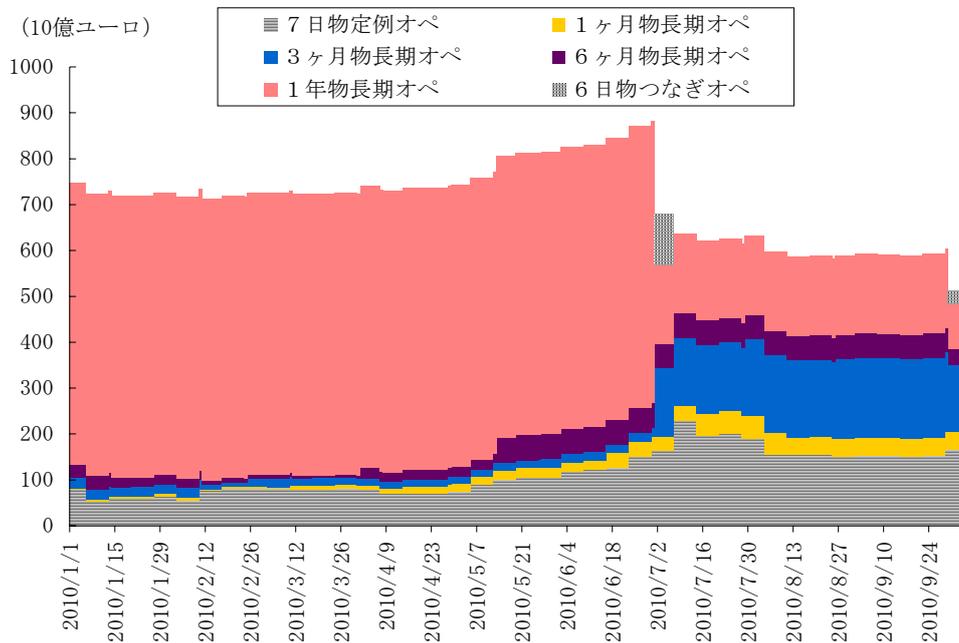
(図表1) 9月末にかけてのECBの資金供給・吸収動向

【資金吸収】				
満期日	オペ種類	応札額 (億€)	入札者数	1件あたり 応札額 (億€)
9月29日	1週間物	1,538	109	14.1
9月30日	6ヶ月物	179	62	2.9
9月30日	3ヶ月物	1,319	171	7.7
9月30日	1年物	752	589	1.3
	総額	3,788		

【資金供給】				
決済日	オペ種類	応札額 (億€)	入札者数	1件あたり 応札額 (億€)
9月29日	1週間物	1,664	129	12.9
9月30日	3ヶ月物	1,040	182	5.7
9月30日	6日物	294	50	5.9
	総額	2,998		

出所：European Central Bank

(図表2) ECBの資金供給オペ



出所：European Central Bank

■ 一部銀行のECB依存が続くなか、物価安定が脅かされた場合にECBは利上げに踏み切れるか

金融システム全体でみればECBへの資金依存が弱まってきたことは、金融機能が正常化に向かっている証左の1つとして評価したい。ユーロ圏の銀行貸出も、これまで非金融企業向けの回復が遅れてきたが、足元で持ち直しの動きが徐々に広がりつつある(図表3)。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ただ、今回のアングロ・アイリッシュ銀行の救済費用が膨れ上がった事例が物語るのは、今後各国が財政再建を進めるなかで実体経済の冷え込みや資産価格の一段の下落が生じる場合、資本基盤が脆弱な一部銀行の経営難が続く可能性があることだ。銀行の自己資本規制強化に向けた動きも、銀行間の選別色を強めることになろう。こうしたなか、一部銀行のECBへの資金依存が長期化する恐れがある。

では、一部銀行のECB依存が続く限り、ECBが政策金利の引き上げに動くことはないのだろうか。域内の物価安定が脅かされる事態となれば、ECBは躊躇なく利上げに踏み切るだろう。その場合には、政策金利と連動した銀行の資金繰り支援は別の方法で対処することになると考えられる。トリシェ総裁は先の政策会合後の記者会見で、「流動性供給措置の終了と政策金利の引き上げとは、別個の政策目標に基づくもので、どちらが先に行われるか、両者が平行に動くか、決まったルールがある訳ではない」と発言している。穿った見方をすれば、流動性供給の出口戦略と政策金利の変更とを遮断するための布石と捉えることも出来よう。

昨日発表の9月のユーロ圏の消費者物価の速報値は前年比+1.8%と、前月の同+1.6%から上昇率が僅かに加速。ECBの物価安定目標である2%を下回っているものの、2008年11月以来の上昇率となった。ヘッドラインの数字を押し上げているのは商品市況や食料品価格の上昇で、これまでのところコア物価の安定基調は崩れていない。だが、景気回復を牽引するドイツで先行きのインフレ圧力の芽が出てきている点には注意が必要だ。

財需給の観点からは、ドイツの設備稼働率が昨年4-6月期の71.0%を底に足元7-9月期には82.6%に上昇。過去の実証分析でインフレを加速しない稼働率（NAIRCU）とされた83~85%程度に近付いてきた。一方、サービス需給の観点からも、8月の失業率が1992年4月以来の水準に低下、労組IGメタルが鉄鋼労働者8.5万人の3.6%賃上げで妥結、電気大手が強制的な人員整理をしないことで労組と合意するなど、景気回復の進展を受けて、雇用・所得環境の改善を裏付ける統計データや伝聞情報が相次いでいる。

域内最大国であるドイツの内需回復がユーロ圏全体の物価安定を脅かす恐れが出てきた時、ECBは利上げに踏み切れるのか。近い将来にECBは難しい政策の舵取りを迫られることになる可能性がある。

(図表3) ユーロ圏の銀行貸出



注：3ヶ月移動平均、3ヶ月前比年率
出所：European Central Bank

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。