

## さらばマイナス金利の世界

発表日：2013年1月11日(金)

～遠退く2013年中の利下げ再開～

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

- ◇ 10日のECB理事会では全会一致で利下げが見送られた。景気判断は前回会合からほぼ不変で、下振れリスクを警戒しつつも、目先の景気低迷と年央以降の回復を予想する。昨年12月の前回会合では、2013年の景気見通しが大幅に下方修正され、一部の政策委員が利下げを主張したことから、ECBが利下げ再開に傾いているとの見方も広がった。だが、今回の利下げ見送りからは、2013年中の追加利下げの可能性が遠退いたことが示唆される。
- ◇ 一段の利下げをすれば、現在ゼロの下限金利をマイナスに引き下げるか、難しい政策判断を迫られる。未開の領域であるマイナスの政策金利に踏み込みかねない追加利下げには、ECBも慎重にならざるを得ない。そのうえ、ECBの景気見通しは既にかなり慎重で、年内に利下げを再開するのは、世界景気の回復頓挫や銀行の信用不安再燃など、相当な悪材料が重なる場合に限られよう。

ECBは10日の政策理事会で主要政策金利（リファイナンス金利）を過去最低の0.75%に、上限金利（限界貸出ファシリティ金利）を1.5%に、下限金利（預金ファシリティ金利）をゼロに据え置いた。政策金利の据え置きはこれで6ヶ月連続となる。昨年12月の前回会合では、一部の政策委員が利下げを主張したが、今回の会合では全員が金利の据え置きを主張した。

声明文の景気判断（現状および先行きの景気見通し）は前回会合時と一言一句変わらず、目先の景気低迷と年内の緩やかな回復軌道への復帰を予想する。景気のリスク判断（景気見通しが上振れするか・下振れするか）も前回同様に下振れ方向へのリスクを警戒する。唯一の違いは下振れリスクの内容で、前回会合時に挙げた「債務問題への取り組みとユーロ圏のガバナンス改善」、「米国での財政政策（財政の崖）に関する決定」が声明文から抜け、新たに「ユーロ圏の構造改革への取り組みの遅れ」が加わった。中期的な物価のリスク判断は概ねバランスしているとし、こちらも前回から不変。

前回会合時以降に生じた主な変化としては、①ギリシャ支援の再開が決まり、ユーロ離脱危機が（ひとまず）遠退いたこと、②米国の財政の崖からの転落が（ひとまず）回避されたこと、③これらの要因により、金融市場全般でリスク選好が高まっていること、が挙げられよう。その間に発表された経済データは、前回会合時の景気シナリオに概ね沿った内容で、生産や受注などのハードデータが低調な一方で、企業の景況感などソフトデータは先行きの景気底入れを示唆している。したがって、利下げ派が金利据え置き判断に転向した背景としては、米欧の重要イベントを乗り越え、テールリスクが後退したことが影響したと推測される。実際、ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、金融市場環境の著しい改善と循環的な景気指標全般の安定を金利据え置きの背景に挙げた。

ドラギ総裁は市場環境が改善している例として、国債利回りの低下、CDSスプレッドの縮小、株価の上昇とボラティリティーの低下、ユーロ圏への資本流入の増加、危機国での銀行預金の増加、TARGET2上の各国中銀間の不均衡の縮小、ECBのバランスシート縮小などを挙げ、ユーロ圏内の市場分断化が徐々に改善されつつあるとの見解を示した。だが、著しい市場分断化の兆候は残っており、景気が実際に回復に転じ、ある程度の力強さが確認されない限り、非伝統的な金融政策運営からの出口を検討することはないと述べた。また、金融市場が落ち着きを取り戻していることで、各国政府が改革の手綱を緩めることに警笛を発した。債務危機の最終解決には長い年月を要し、景気の足腰も弱いことから、資金供給オペを固定金利・無制限供給方式から入札方式へ切り替えるなど、実際の出口戦略に移行する目処は立たない。ただ、2011年12月に実施した初回の3年物LTROの期限前償還が1月30日以降に可能となり、一部の金融機関は2015年1月の償還期限を前に返済すると予想される。金融機関のECBへの過度な依存からの脱却を象徴する出来事と受け止められよう。

前回会合では、2013年の景気見通しが大幅に下方修正され、一部の政策委員が利下げを主張したことで、利下げ再開が視野に入ってきたとの見方も金融市場で広がった。筆者は景気見通しを大幅に下方修正したにもかかわらず、利下げが行われなかった点を重視し、むしろ利下げのハードルが上がったと主張した。今回の会合で全会一致で利下げが見送られたことから、2013年中の利下げ再開の可能性が遠退いたことが裏付けられよう。目先の景気低迷が続くことやイタリアの総選挙を巡る市場の混乱再燃などから、4-6月期以降の利下げ再開を予想する見方も一部にあるが、年央以降の景気回復シナリオが崩れない限り、ECBが利下げを急ぐ必要性はない。しかも、一段の利下げをすれば、現在ゼロにある下限金利（預金ファシリティー金利）をマイナスに引き下げるか、難しい政策判断を迫られる。未開の領域であるマイナスの政策金利に踏み込みかねない追加利下げには、ECBも慎重にならざるを得ない。既にECBの景気見通しはかなり慎重なため、年内に利下げを再開するのは、世界景気のリcoveryが頓挫することや、金融市場で著しい緊張が再燃し、銀行の信用不安が再燃するなど、かなりの悪条件が重なる場合に限られよう。

以上