

マイナス金利の可能性も排除せず

発表日：2013年5月7日（火）

～できれば温存したいところですが…～

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

- ◇ ECBは10ヶ月振りに利下げを再開し、主要政策金利を過去最低の0.50%に引き下げた。利下げ効果を遮断している市場の分断化がやや改善していることや、金融政策の波及経路遮断が問題となっていない国にも景気悪化が広がっていることから、ECBは利下げの効果は数ヶ月前と比べて高まっていると主張する。だが、企業の先行き不透明感から資金需要が低迷しているほか、EONIA金利が利下げ以前から下限金利のゼロ近傍で張り付いており、利下げによる景気の浮揚効果は限定的とみられる。
- ◇ ドラギ総裁は今後の経済データ次第で追加利下げの準備があることを強調。未開の領域となるマイナスの預金金利についても排除しない方針を示唆した。こうした発言をした背景には、追加利下げの余地が乏しいとの印象を与え、ECBがもはや景気浮揚で有効な追加手段を持たないと市場参加者に受け止められることを恐れたことが考えられる。言葉の印象ほど、ECBがマイナスの預金金利に傾いていない可能性がある。
- ◇ 次回6月会合での追加利下げの可能性も排除できないが、政策効果の見極めを理由に利下げは見送られると考えている。7-9月期入り後の景気停滞を確認する夏場にかけて、ECBは年後半の回復シナリオが崩れつつあることを認め、追加利下げに追い込まれる可能性がある。
- ◇ この他に、非常時対応として続けている無制限・固定金利方式の資金供給オペを少なくとも2014年7月初旬までは続ける方針を明らかにした。従来は6ヶ月先までのオペの運営方針しか発表してこなかったが、今回は非常時対応の長期化を約束し、時間軸を強化した形となる。
- ◇ 資産担保証券を活用した中小企業への貸出促進策について、他機関との検討を重ねていることも明らかにした。中小企業向けローン担保証券の発行を制度的に支援することや、ECBの資金供給オペの担保の掛け目を緩和することが検討されている模様だ。だが、検討はごく初期段階なうえ、新たな支援策が景気浮揚の即効薬となるかは疑わしい。

■ 10ヶ月振りの利下げなど金融緩和の強化に動いたECB

ECBは2日の理事会で昨年7月以来の利下げを実施した。主要政策金利（リファイナンス金利）を0.75%→0.50%に、上限金利（限界貸出ファシリティ金利）を1.5%→1.0%に引き下げた一方、下限金利（預金ファシリティ金利）をゼロに据え置き、“コリドー”と呼ばれる上下限金利の幅を150bps→100bpsに縮小した（図表1）。また、非常時対応として続けている無制限・固定金利方式の資金供給オペ

（金融機関が資金供給を希望する全額を、貸し付け期間中の平均の主要政策金利で貸し出す）を、少なくとも2014年7月初旬までは継続することを明らかにした。従来は6ヶ月先までの資金供給オペの運営方針しか発表してこなかったが、今回は非常時対応のさらなる長期化を約束し、言わばE C B版の“時間軸”を強化した形となる。さらに、中小企業への融資促進策については、非金融企業向け融資を担保とした資産担保証券（A B S）の促進を目指し、他機関との間で正式に検討を開始することを発表した。

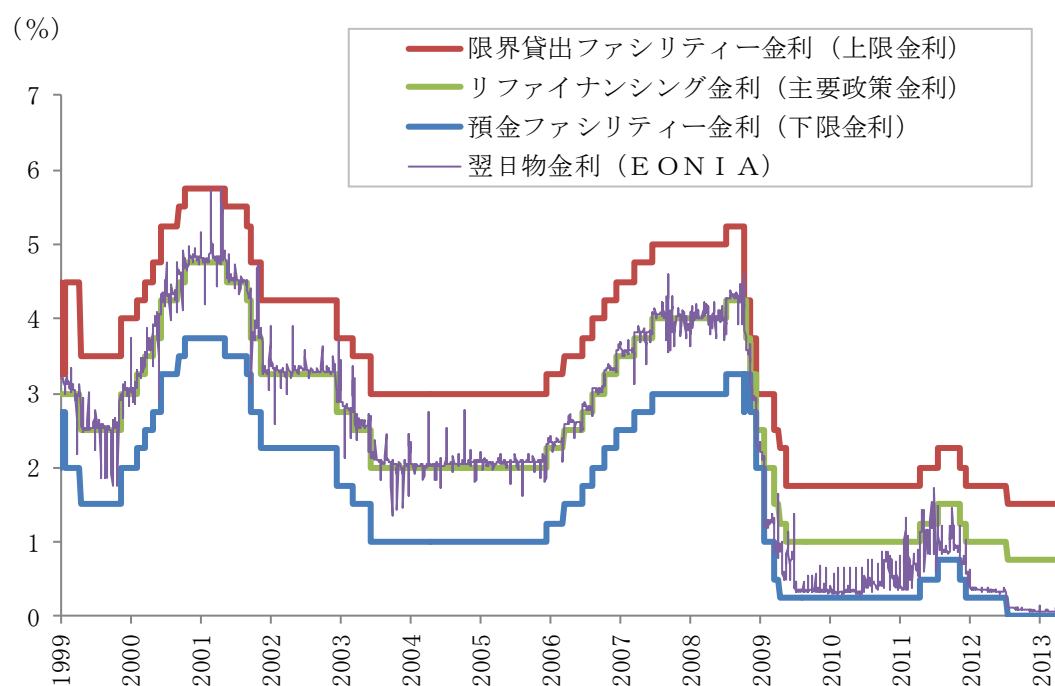
ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、今回利下げの再開とオペの特例措置の延長を決断した背景として、実体経済ならびにマネーや信用環境の弱さを挙げ、中期的な物価上昇圧力が抑制されていると指摘した。そのうえで、今回の利下げ後もユーロ圏の期待インフレ率は、中期的に2%をやや下回る物価水準（below but close to 2% over the medium term）を維持するとのE C Bの目標に合致しているとの定例のフレーズを繰り返した。

景気判断については、このところの景気指標の下振れと景気低迷が長期化していることを認め、景気にさらなる下振れリスクがあるとした一方で、世界景気の持ち直しによる輸出回復や金融市場の安定化などを背景に年後半の景気が安定化に向かい、徐々に回復するとの従来のシナリオを維持した。

3月の物価指標が揃って下振れしたのは、エネルギー価格が大きく下落したことに加えて、イースター休暇の時期が前年とずれたことでサービス価格に一時的な下押しが働いたと説明した。年内のインフレ率がやや不安定な動きをする可能性があるとしたうえで、中期的な物価安定が損なわれることはないとした。物価の上振れ・下振れリスクについては概ね均衡しているとの従来の判断を維持した。

景気の総括判断の箇所では今回も、前回から追加された「今後の経済・金融情勢に関するあらゆる情報を極めて注意深く見守り（monitor very closely）、中期的な物価安定に与える影響を評価する」との文言で締め括り、今後の追加利下げの可能性を排除しないことを示唆した。

（図表1）欧州中央銀行の政策金利の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

■ 今回の利下げに景気を反転・浮揚するだけの効果は期待できない

理事会後の記者会見でドラギ総裁は、利下げの決断が理事会メンバーの全会一致（unanimous）であったかを問われ、「メンバーの間には利下げ実施で極めて広範な合意（very strong pervading consensus）があり、そのうちのほぼ全員（prevailing consensus）が25bpsの利下げを主張した」と答えた。すなわち、理事会メンバーのごく僅か（おそらく1名）が利下げに反対し、利下げを主張したメンバーのうちの少数（おそらく2名程度）が50bpsの利下げを主張したものと考えられる。

では、利下げの効果はどれほど期待できるのだろうか。ドラギ総裁自身も利下げ効果の波及を阻害する市場の分断化（fragmentation）が続いていることを認めたものの、分断化の度合いがやや後退（改善）しているとし、その例として、調達サイドでは、①預金が全面的に増加、②預金の増加率の国毎のばらつきが縮小、③資本流入が継続、④ECBへの資金依存が縮小、⑤TARGET2上の債権・債務の不均衡が縮小していることを、貸出サイドでは、①貸出の伸び率のばらつきが縮小、②銀行貸出調査で貸出を厳格化すると回答の割合が縮小、③中小企業向け貸出調査で融資の実行を断られたとの回答の割合が縮小していることを挙げた。

すなわち、ECBとしては分断化が縮小していることで利下げの効果が以前よりも波及しやすくなっているとの主張を展開している訳だ。加えて、最近の経済環境の弱さは波及経路の遮断が顕著なストレス下にある国だけでなく、波及経路に問題を抱えていない国にも広がりつつあると指摘している。そして、このことから利下げの効果は数ヶ月前よりも増していると説明する。また、利下げとオペの特例長期化をミックスしたことも重要と主張する。無制限・固定金利方式のオペは銀行の流動性にとって安全弁として機能するため、調達難を理由に貸出を抑制することはできないと指摘する。

確かに利下げによってECBの資金供給オペや緊急融資制度（ELA）を利用する銀行の調達金利は低下するものの、こうした銀行の所在する国の多くは厳しい財政緊縮や社会混乱で企業の先行き不安が続いており、資金需要が総じて低迷している。他方、銀行システムに大きな問題を抱えていない国においては、EONIA金利（ユーロ圏の無担保翌日物平均金利）が既に利下げ以前から下限金利のゼロ近傍に張り付いており、利下げによってインターバンク市場での銀行の調達環境を大きく改善することは期待できない。利下げの効果が全くない訳ではないが、景気を反転・浮揚させるだけの力があるとは思えない。

■ 追加利下げの可能性を示唆したドラギ総裁の真意

追加利下げの可能性を問われた総裁は、「今後のデータを注意深く見守り（monitor very closely）、必要に応じて行動する準備がある（stand ready to act）」と述べた。さらに、今回据え置いた預金金利のマイナス圏への引き下げの可能性を問われたドラギ総裁は、「預金金利をマイナスに引き下げる技術的な準備が出来ていることは過去に述べた通りだ。こうした政策には予期せぬ重大な結果を招く恐れがある。仮に実施を決断する場合には、それによって生じる結果に我々は対処する（will address and cope with these consequences, if we decided to act）。先入観を持たず（look at this with an open mind）、必要に応じて行動する準備がある」と答えた。

なお、前回会合時のマイナスの預金金利に関するコメントを振り返ると、「そうした選択肢は検討しているが、我々は事前に行動を約束することはない。他国や他地域での同様の経験が物語る通り、こうした政策措置がもたらす予期せぬ結果は重大だ。したがって、こうした措置を実施することは、我々にとって未開の領域に踏み込むことになる」と述べていた。前回発言と比べてマイナスの預金金利への消極姿勢が後退した印象で、その可能性を排除しないドラギ総裁の発言を受け、金融市場では追加利下げ観測からユーロ安が進んでいる。

では、ドラギ総裁がマイナスの預金金利に前向きとも受け取れる発言をした狙いは何だったのだろうか。今回の利下げを実施するに当たってE C Bが恐れたのは、マイナスの預金金利へのハードルを上げてしまうことで、追加利下げ余地が乏しいとの印象を与え、E C Bがもはや景気浮揚で有効な追加手段を持たないと市場参加者に受け止められることであったのではないだろうか。今回の利下げによりコリドーは100bpsに縮小し、追加利下げを行うにはコリドーをさらに50bpsに縮小するか（上限金利が0.50%、主要政策金利が0.25%、下限金利がゼロ）、下限金利をマイナス（上限金利が0.75%、主要政策金利が0.25%、下限金利が▲0.25%）に引き下げる以外にない。これらは何れもE C Bにとっては未開の領域だ。一方、他国の中銀のように国債などの資産購入という形で量的緩和を行うことは、財政ファイナンスを禁じられているE C Bには難しい。追加緩和の余地がまだあると市場参加者に信じ込ませるために、ドラギ総裁は今回あえてマイナスの預金金利を排除しないトーンの発言をしたと筆者は考える。

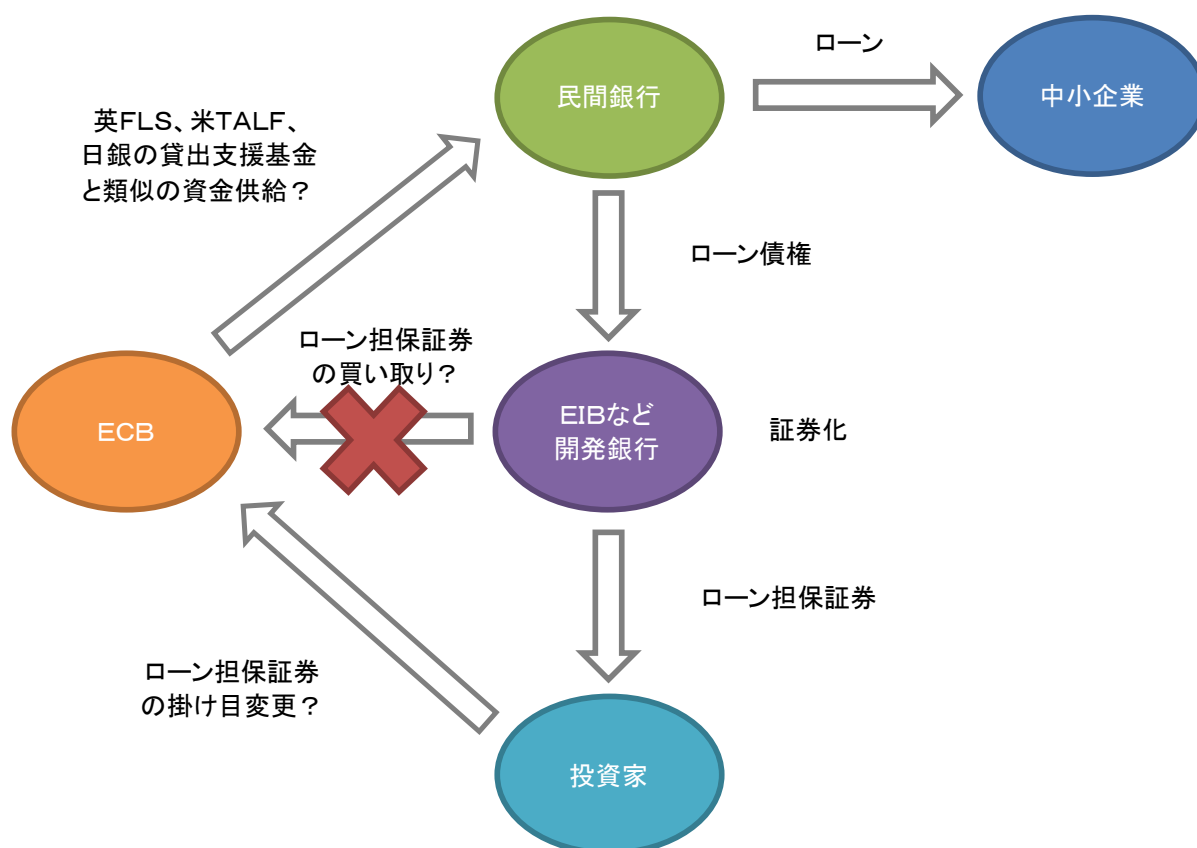
ただ、市場の期待誘導を狙ったこうした言葉とは裏腹に、実際にマイナスの預金金利の領域に足を踏み入れれば、銀行の利鞘縮小を通じて貸出抑制に働くなど緩和効果を相殺してしまう可能性もあり、E C Bとしても慎重にならざるを得ない。その点、今回の声明文で年後半の景気回復シナリオを変えなかったことが、後々E C Bの首を絞めることになりかねない。E C Bは市場の分断化に改善の兆しがあり、経済の弱さが金融政策の波及経路の遮断が問題視されない国にも広がっており、利下げ効果は数ヶ月前と比べて高まっていると主張するが、今回の利下げが景気を反転・浮揚させる力があるとは見込み難い。7-9月期入り後の景気停滞を確認する夏場にかけて、E C Bは年後半の回復シナリオが崩れつつあることを認め、追加利下げに追い込まれる可能性がある。下方修正が予想されるE C Bスタッフの経済見通しが発表される次回6月の理事会での追加利下げの可能性も排除できないが、今回のドラギ総裁のリップサービスを額面通りに受け止めることは出来ない。ドイツなど主要国の景気悪化のさらなる兆候が広がらない限り、政策効果の見極めを理由に次回会合での利下げは見送られると筆者は考えている。

■ E C Bが念頭に置く中小企業への貸出促進策とは？

A B Sを活用した中小企業への貸出促進の施策については、今回、欧州開発銀行（E I B）など他機関との間で検討を重ねていることを正式に明らかにしたが、具体的なスキームに踏み込む発言はなかった。ただ、過去のE C B高官の講演録や寄稿などから類推すると、中小企業向けのローン債権を担保に発行したA B Sについて、E C Bの資金供給オペの担保の掛け目の基準を緩和したり、英国の融資促進のための調達スキーム（F L S）や日銀の貸出支援基金と類似の中小企業向け融資を増やした民間銀行への資金供給などが検討されているようだ（図表2）。ドラギ総裁も質疑応答で言及したが、ローン担保証券をE C Bが直接購入することは難しいだろう。

ただ、新たな中小企業支援策が景気浮揚の即効薬となるかは疑わしい。ドラギ総裁自身も指摘する通り、欧州のA B S市場は長らく休眠状態にあり、A B Sを活用する新制度を導入するには実務面や制度面で様々な障害がある。様々な選択肢を検討しているとするが、同時に検討はごく初期的な段階にあることを認めている。

(図表2) 想定されるECBの中小企業支援策



出所：第一生命経済研究所が作成

以上