

EONIA上昇にどきまぎ

発表日：2014年1月20日(月)

～追加緩和の決定打にはならず～

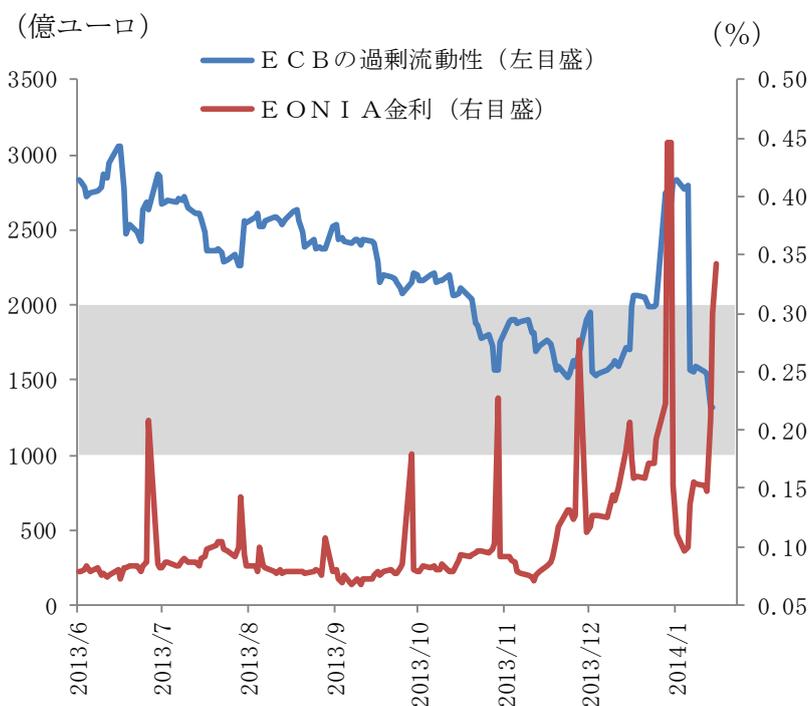
第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 年明け後に過剰流動性が一段と縮小したことを受け、短期金利に再び上昇圧力が及んでいる。EONIAと主要政策金利が逆転するのは、月末の資金逼迫時を除いて稀。ドラギ総裁が追加緩和の条件に挙げた短期金融市場の正当化できない需給逼迫が生じている懸念がある。
- ◇ このまま短期金利の上昇が定着すれば、主要政策金利の25bps未満の利下げか、LTROの再実施など、ECBは何らかの追加緩和に踏み切る可能性が出てくる。
- ◇ ただ、今のところEONIA上昇が銀行の資金繰り危機につながる差し迫ったリスクは見られない。いずれ追加緩和が必要となる事態に備え、政策対応の余地を温存する必要もある。当面は過剰流動性の増減に振り回され、ECBの追加緩和を巡る市場の見方が交錯する展開が予想される。

ECBは1月9日の理事会で、従来よりも強い文言を用いて、必要に応じてあらゆる政策手段を取る決意があることを強調し、追加緩和バイアスを鮮明にした（詳しくは1月10日付けレポート「信じていいですか？ドラギ総裁 ～フォワード・ガイダンスの文言を強化～」を参照されたい）。その際にドラギ総裁は、①短期金融市場の正当化できない引き締め（unwarranted tightening）や、②中期的な物価見通しが悪化する場合に、追加緩和が必要になると言及した。9日の理事会ではこうした状況にはないとして追加緩和を見送ったが、その後の短期金融市場の情勢は微妙に変化している。

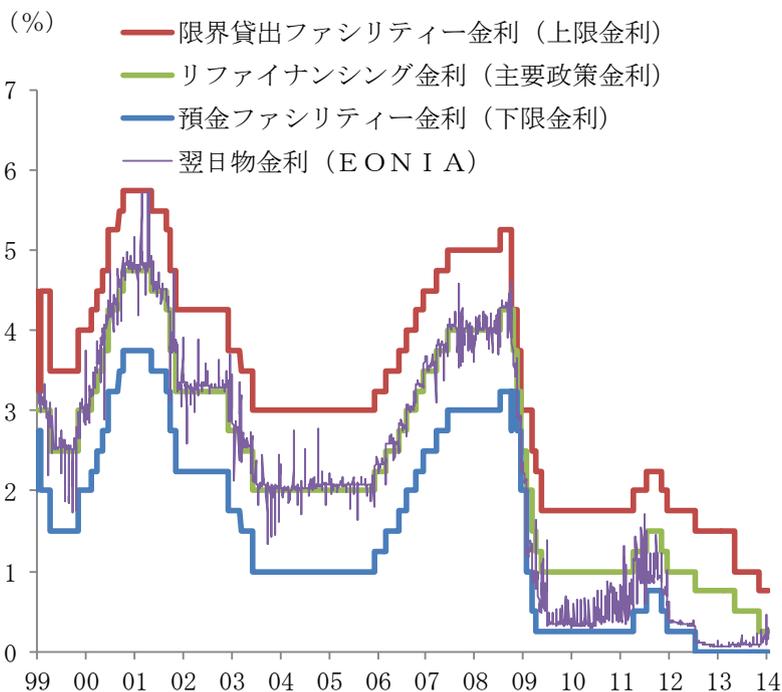
年明け後の短期金融市場は、月末恒例の資金需給の引き締めが一服したことや、銀行の包括査定の評価対象時期（2013年12月末）を無難に乗り切ったことで、落ち着きを取り戻していた。だが、1月半ば頃からEONIA（ユーロ圏の無担保翌日物平均金利）が再び上昇傾向にある（図表1）。ECBの金融政策は通常、下限の政策金利である預金ファシリティ金利と上限の政策金利である限界貸出ファシリティ金利の間にEONIAを誘導する形で行われている。ただ、危機時対応の一環で2008年10月に無制限・固定金利方式での資金供給オペを開始した以降は、金融機関は必要資金をオペで全額調達することが可能となったため、オペの適用金利である主要政策金利がEONIAの事実上のキャップとなってきた（図表2）。主要政策金利は昨年11月のサプライズ利下げを受け、現在0.25%にある。EONIAは16日に0.3%、17日に0.343%と、主要政策金利を上回る状況が続いている。月末の需給引き締め時を除いて両者が逆転するのは稀で、これがドラギ総裁が指摘する“短期金融市場の正当化できない引き締め”に該当するかが注目される。

(図表1) ECBの過剰流動性とEONIA金利



注：網掛けはECBが警戒する1000～2000億ユーロの過剰流動性。
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) 欧州中央銀行の政策金利の推移



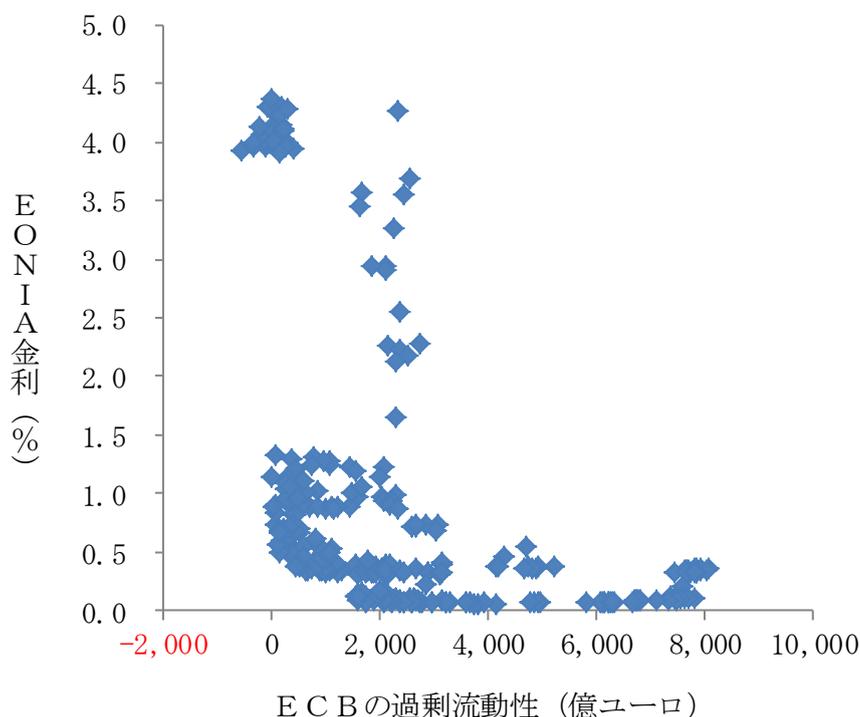
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

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。

EONIA上昇の引き金となったのは、ECBの過剰流動性がここに来て一段と縮小していることだ（前掲図表1）。過剰流動性は2013年1月末に3年物LTROの繰上げ返済が始まって以来、大幅に縮小してきた。昨年12月中旬以降は年末の需給逼迫に対応した厚めの資金供給で一時的に増加したが、再び縮小に転じている。ECBは従来から過剰流動性が1,000～2,000億ユーロ前後の水準に達すると、短期金利に上昇圧力が及ぶ恐れがあると指摘してきた。過剰流動性は16日に1,313億ユーロと3年物LTRO開始以降で初めて1,500億ユーロを割り込み、17日も1,312億ユーロにとどまっている。過去の経験則では短期金利に上昇圧力が及んだとしても不思議ではない（図表3）。

過剰流動性とEONIAの関係は必ずしも明確ではない。過剰流動性の縮小がすぐさま短期金利の上昇につながる訳ではないとECBはこれまでも再三指摘し、市場の過剰反応を牽制してきた。確かに、LTROの繰上げ返済は銀行の資金調達環境の改善とリスク回避姿勢の後退を意味し、こうした事象に起因する過剰流動性の縮小によって、インターバンク市場の資金需給がタイトニングし始めていると言うのも些か妙な話ではある。ただ、市場参加者の間に過剰流動性の縮小を警戒する見方が広がっており、そのことがリスクプレミアムの上昇を通じてEONIAに上昇圧力を及ぼしている可能性は否定できない。

（図表3） ECBの過剰流動性とEONIA金利の散布図



注：2008年以降の週次データ

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

このまま短期金利の上昇が定着するようだと、ECBは何らかの追加緩和を実施する可能性が出てくる。予想される政策手段としては、①主要政策金利の25bps未満の利下げか、②LTROの再実施が考えられる。前者については、昨年12月時点の慎重な物価見通しを覆すだけのマクロ環境の変化が生じていないため、副作用の恐れもあるマイナスの預金金利に踏み出すには慎重にならざるを得ない。そこで預金金利をゼロに保ったうえで、オペの実務上の観点から多少のコリドー（上下限金利の幅）を残すとすれば、主要政策

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。

金利の利下げ幅は25bps未満にとどめる必要が出てくる。必要があれば行動する姿勢を示すことで、ECBはオオカミ少年の汚名を返上することが出来る。市場を牽制するうえでは一定の効果を発揮しよう。

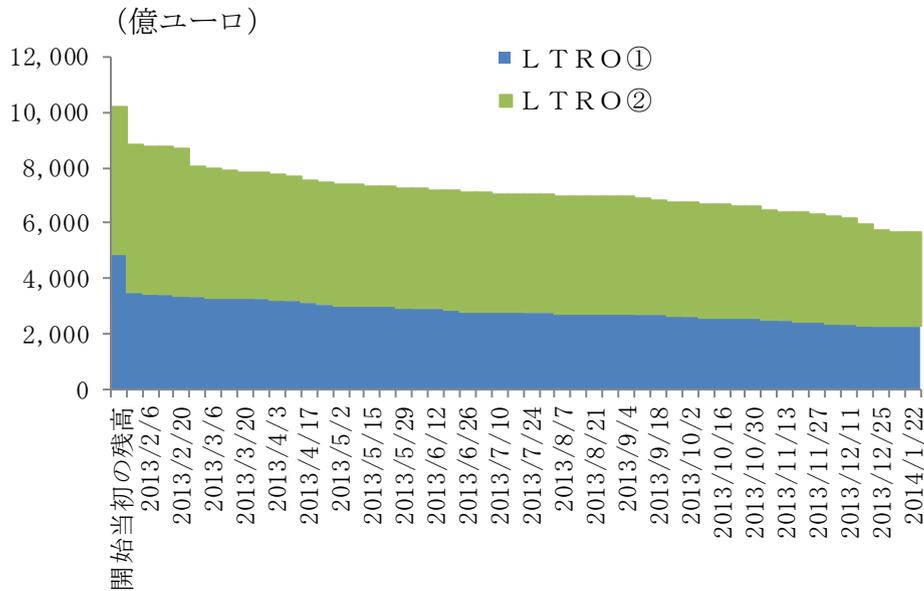
後者については、EONIAに上昇圧力を及ぼしている過剰流動性の水準を引き上げ、インターバンク市場での疑心暗鬼を緩和する効果が期待できる。LTROの繰上げ返済が出来ない経営体力の弱い銀行は、3年物LTROが満期を迎える2015年初頭にかけて、巨額の償還資金を手当てしなければならない。より短いオペによる小刻みな借り換えで対処することも出来るが、市場の緊張を緩和する観点からは、LTROの再開も1つの選択肢となろう。その際には、ECBへの過度な依存からの段階的な出口を図るためにも、資金供給期間は3年未満となる公算が大きい。

こうした諸点に関連して、ECB内で資金供給オペを担当するクーレ理事は16日のインタビューに答え、「昨年末のような流動性の逼迫や短期金利の上昇が続くことは望ましくないが、銀行は定例の1週間物オペ(MRO)を通常よりも積極的に活用することで対処した」、「ECBは少なくとも2015年7月までは固定金利・全額供給方式での資金供給オペを継続する方針を示唆しており、市場参加者は過剰流動性の縮小に過剰反応すべきではない」、「ECBは流動性不足による短期金利の上昇や、短期金利が経済状況に即して適切な水準にあるかを注視している」、「3年物LTROの満期時に1週間物の定例オペや3ヶ月物オペで銀行の資金需要に対応するうえで十分か、それ以上の対応が必要かは今後検討する」、「今は常設のオペでLTROの満期償還に対応できると考えているが、そうでなければ必要な措置を講ずる」、「主要政策金利には必要に応じて追加利下げの余地がある」、「実務上の観点からは政策金利に下限はなく、預金金利をマイナスに引き下げること可能である」、「中期的な物価安定が脅かされる場合には、金融政策での対応が必要となる」、「短期的な事象に対処するには、例えば流動性の供給など、非伝統的な政策措置も含めて必要な措置が採られる」などと発言した。

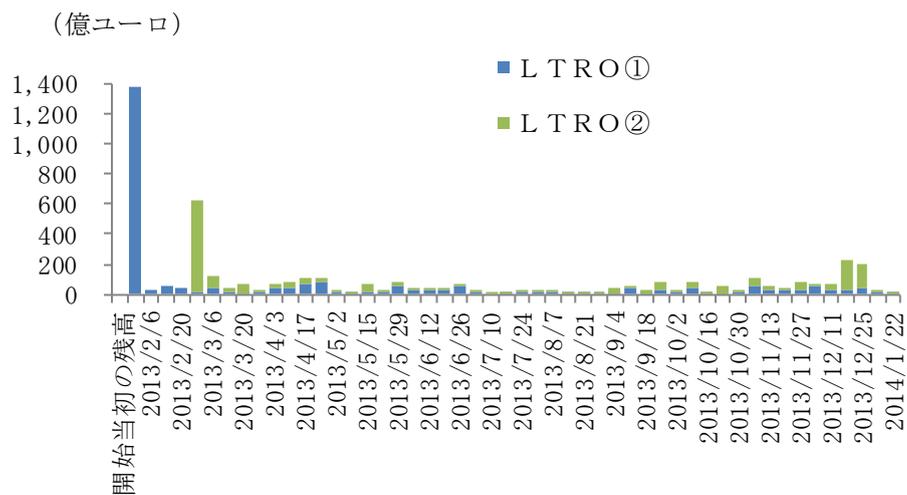
ただ、このところのEONIA上昇が銀行の資金繰り危機につながるような差し迫った危険性は今のところ見られない。クーレ理事も指摘する通り、ECBは少なくとも2015年7月までは銀行が必要とする資金を全額供給することを約束している。インターバンク市場での資金調達が困難な銀行も、必要があれば、定例オペなどで資金調達をすることが可能だ。中期的な物価安定が脅かされるディスインフレ基調が長期化した場合や、銀行の包括査定でインターバンク市場の緊張が再燃する場合など、いずれ追加緩和が必要となる事態に備えて、政策対応の余地を残して置きたいとECBが考えたとしても不思議ではない。17日に発表された22日に予定されるLTROの繰上げ返済額は初回・2回目の合計で約10億ユーロにとどまり、昨年末にかけての200億ユーロ超から縮小した(図表4)。こうした数字が反映され、過剰流動性の縮小ペースが一服すれば、EONIAの上昇にも歯止めが掛かってこよう。ECBは追加緩和バイアスを継続し、緩慢な景気回復とディスインフレ基調が続くと見られるが、追加緩和の決め手となるだけのトリガーは今のところ見当たらない。当面は過剰流動性の増減に振り回され、ECBの追加緩和を巡る市場の見方が交錯する展開が予想される。

(図表4) LTROの資金供給額と繰り上げ返済額

【資金供給額の残高】



【週毎の繰り上げ返済額】



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上