

ユーロ高是正の効力

～ECBのマイナス金利～

発表日：2014年6月6日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL：03-5221-5223)

6月のECBは満を持してマイナス金利を含む追加緩和パッケージを発表した。これが、ユーロ安誘導に成功すれば、低下しているインフレ率を持ち上げる効果をもたらす。本当にマイナス金利が為替を動かすには、市場で形成される短期金利までマイナスになることが求められる。当面、そこまでは構想されていないのだろう。むしろ、ユーロ安への作用は、ドラギ総裁が追加緩和への積極さをみせる姿勢から想起されるところが大きい。

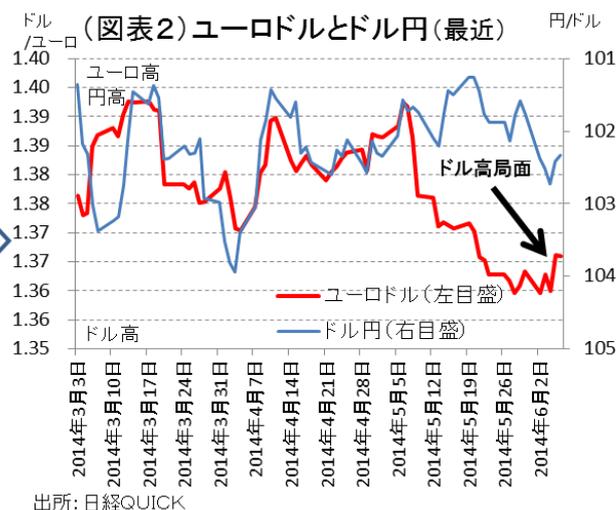
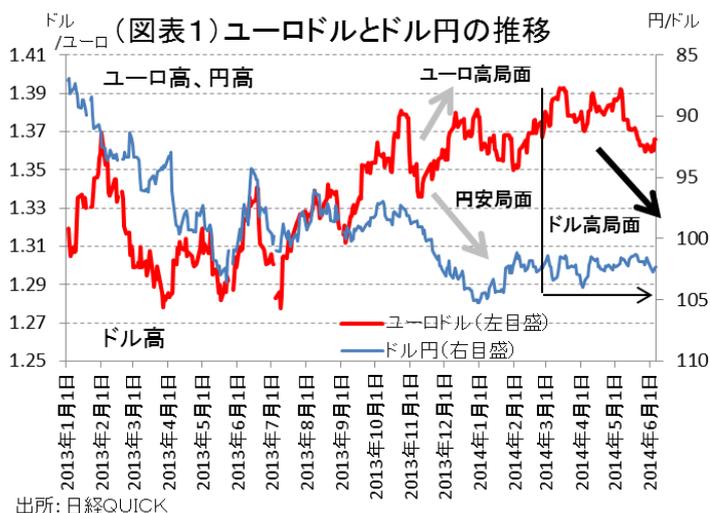
ユーロ安・ドル高は円安要因

ECBは、6月5日の理事会で、預金ファシリティの適用金利をマイナス（▲0.10%）に引き下げた。マイナス金利は、日米欧の中銀で初めてのことである。ECBが、いよいよ非伝統的政策^注に本格突入し、ゼロ金利制約との闘いを始めた。

注：詳しい内容は、弊社中理主席エコノミスト「イタリア男子に二言なし」(6月6日)を参照のこと。

筆者の関心は、それが為替レートにどのくらい影響力を及ぼすのかという点である。ECBが5月の理事会で追加緩和を示唆してから、ユーロドル相場ではユーロ安・ドル高の方向に振れてきた。一段のユーロ安には、今回の金融緩和がある程度織り込まれているから、すぐには動きにくいだろう。今後、時間をかけてじわじわユーロ安への圧力を働かせるだろう。

ドル円レートに対しては、ユーロ安はドル高圧力を高めて、間接的にそれがドル高・円安の引力を及ぼしてきた（図表1、2）。足元では、ECBの緩和期待が相当に織り込まれた部分が一段落して、ユーロ安・ドル高は足踏みすることになる。ECBの緩和メニューについては、超過準備にまでマイナス金利の適用を行うことにした点は、予想外の驚きであった。ほかに、事前に予想されていた内容について、マイナス金利だけではなく、SMPを通じて供給された資金を不胎化しないことなどの選択肢はおおむね網羅された。ターゲットLTROの仕組みは、日銀の貸出支援と酷似しており、ABS資産の買い切り検討も、2003年に日銀が採用した資産担保証券の買入（2006年廃止）に似ている。非伝統的な領域に突入したECBが、日銀の前例を踏襲している点は、何とも皮肉にみえる。いずれにせよ、広範囲に緩和メニューを飲み込んだところは、追加的なユーロ安の予想を醸成させてもおかしくない内容だった。



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。

日本で議論されたマイナス金利

ユーロ高是正の効果が実効性を高めるには、投資家がユーロの流動性を持ちたくない民間金融機関が感じるネガティブなインパクトが必要だった面もある。マイナス金利という語感、民間金融機関がユーロ資金を保有すると、口座手数料のような懲罰的な手数料を徴収されるニュアンスを与える。今回は、それがECBの預金ファシリティと超過準備に課される。民間銀行は、準備預金制度に従って所要準備を積まなくてはならないが、それを超えてECBの当座預金に預ける資金には、マイナス金利が適用される。

マイナス金利についてやや細かく説明すると、これは運用利回りがプラスであるという常識を覆すものだ。運用すると「儲け」が得られるのではなく、「損失」が生じることを意味する。投資家も金融機関も減価する資金を持つのは、必要最低限にしたいと思うだろう。それ故に、ユーロは売られる。

通貨を減価させるために、マイナス金利を導入すればよいという発想は、ほかならぬ安倍首相が、主要国のトップとしては初めて言及した政策提言である。2012年11月15日に安倍首相（就任前）は、日銀の政策金利を「ゼロにするか、マイナス金利にするぐらいのことをして、貸出圧力を強めてもらわなくてはならない」と述べて、金融緩和の意向を伝えた。

興味深いのは、その当時、白川方明前総裁が、11月20日の記者会見で、マイナス金利について反論をしていることである。少し長いが要約を紹介すると、

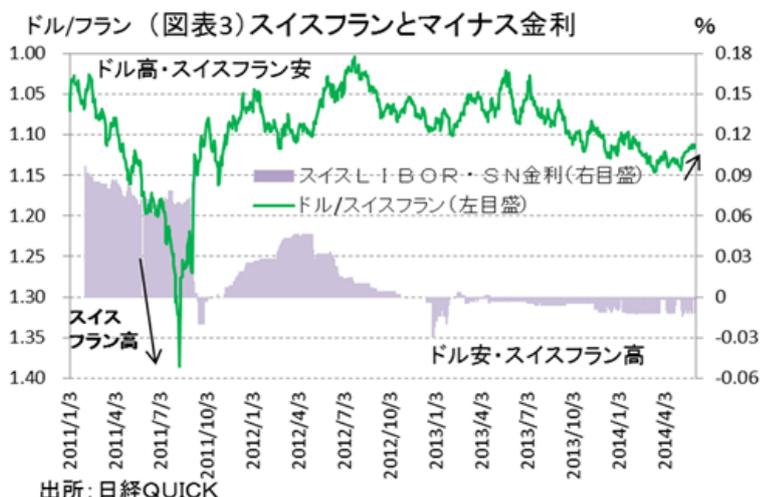
「マイナス金利については、大きく4つの論点が指摘されることが多いと思います」として、（1）「市場参加者がいざ必要というときに市場から資金調達ができるという安心感がなくなってしまう」こと。（2）「マイナス金利が付かない銀行券に大規模なシフト」、（3）「金融機関がマイナス金利のコストを貸出金利に上乗せ」して逆に金融環境が引き締まる。（4）資金調達をして当座預金に資金を置くと、「むしろオペに依りなくなってくる」といった機能不全である。

ECBの場合は、主要リファイナンス・オペの金利を0.15%にして、これを事実上の下限と考えている。ちょうど日銀が0.10%をコールレートの下限と考えているのと同じだ。インターバンク金利をゼロまで下げると、金融機関は運用意欲を失って、自主的な資金交換をしなくなってしまう。日銀の場合は、ECBとは異なり、補完当座預金制度を設けて、超過準備に0.10%の金利を付すことで、市場金利にも0.10%のフロア金利を設定している。

ECBは、民間金融機関同士の資金融通への悪影響を心配していると思われるので、マイナス金利がインターバンク金利に広がることは歓迎しないと考えられる。白川前総裁が指摘していた（1）と（4）に関係する機能不全である。インターバンクでの金利マイナス化には、金融緩和とは相容れない側面があるのは事実だ。

スイスのマイナス金利

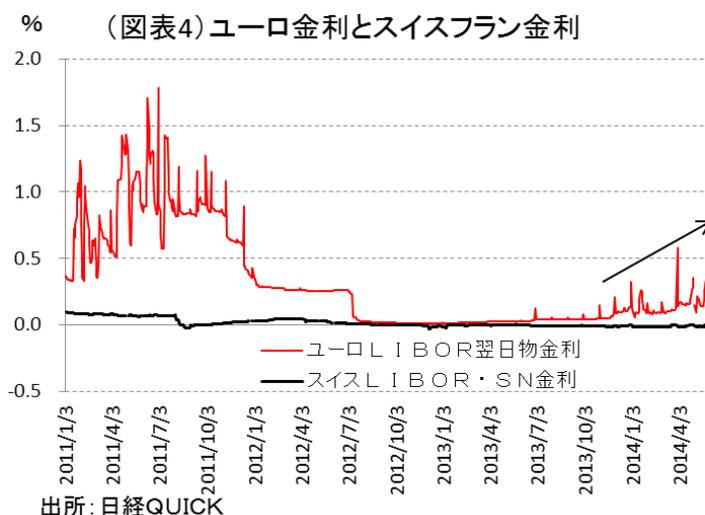
実際に、民間ベースの取引でマイナス金利が出現しているのは、2011年からのスイスの場合である。今もスイスフランのLIBORは、短い期間のターム物でマイナス金利が続いている（図表3）。スイス国立銀行がマイナス金利を準備預金に課している訳ではないが、スイスの銀行は決済預金でマイナス金利を提示している。スイスは南欧諸国の財政不安を受けて安全資産シフトが起こり、極端なスイスフラン高になった。スイス国立銀行は、その是正に向けてトリッキーな対応を打ったことで知られている。



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。

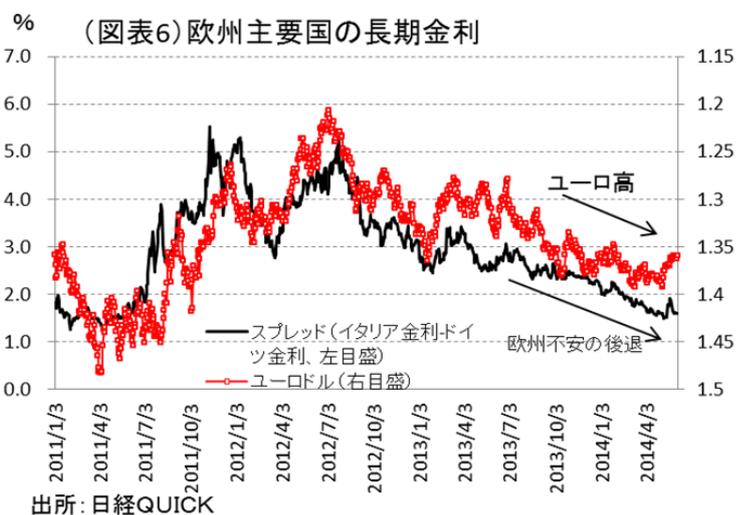
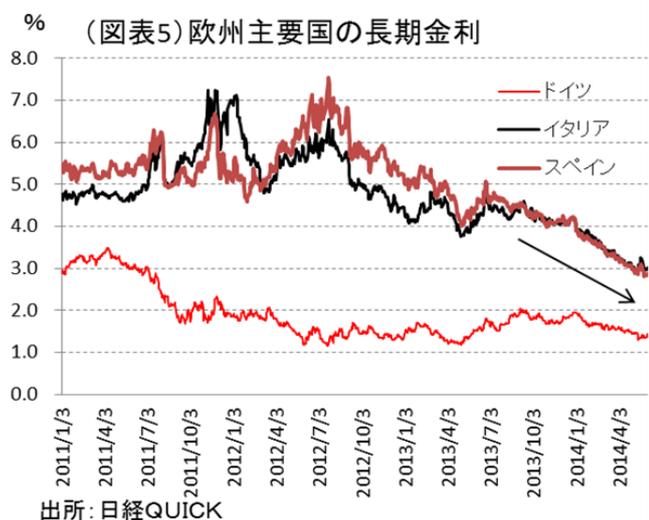
思考実験としては、ECBがこれから預金ファシリティのマイナス金利を▲0.10%からさらに大きくしたり、所要準備にも大幅なマイナス金利を課す。懲罰的取引のコスト効果が市場の金利形成にも作用して、市場金利をマイナス化させる。現時点でECBは、そこまでしてマイナス金利を拡大させる意向はないだろう。市場で短期金利がマイナスになれば、前述のように貸出金利にも上昇圧力が働いて、弊害が大きくなる。理屈の上では、マイナス金利が通貨安を促すとしても、弊害が大きいので、そこまでは踏み込めないということになる。

一方、意外に思えるのは、最近のユーロ金利はごく短期のLIBOR金利が跳ね上がっていた点である(図表4)。この点は、スイスフランの金利と好対照を成している。理由は、LTROの早期償還を目指していることが、民間金融機関の手元流動性をタイト化させ、短期金利が跳ね上がりやすい環境をつくってしまったことに起因する。ECBの緩和決定の直後は、LIBOR金利が全般的に低下している。SMPの非不胎化やターゲットLTROの実施も、ユーロの流動性拡充に寄与して、ユーロ安要因になる。



今後のユーロ動向

足元のユーロドル相場は、ECBの政策効果が染み出すのを見極めて、じわじわユーロ安が進むことになるだろう。その動きは、ドル高・円安がゆっくり進む流れと整合的である。ECBはインフレ率を一定期間ごとにモニターしているので、インフレ率の低下に歯止めがかからないと思えば、ECBはさらなる緩和策を追加することを検討するだろう。そうした緩和姿勢は、ユーロ安の流れが継続する見通しを担保する。



一方、ユーロ高への流れは、南欧諸国の財政危機が遠のいて、ドイツの長期金利との間でのスプレッドが縮小していく影響を受けている(図表5、6)。これは、金融の正常化によるユーロの買戻しの作用と言える。だとすれば、ユーロドルには、正常化のトレンドによって生じるユーロ高圧力も働き続ける。加えて、金融緩和が欧州経済を改善させる動きが強まっても、ユーロ高の方向に向かう。当面、ユーロドル相場は、デフレ懸念が強く、ユーロ安要因が優勢とみており、景気情勢の改善の遅れもあってユーロ安の流れが強まるとみられる。

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。