

ECBの緩和限界論は本当か？

～創意工夫で追加緩和は可能～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL: 03-5221-4527)

◇ マイナス金利の副作用や資産買い入れのルールに阻まれ、ECBの緩和が限界に近づいているとの不安が広がっている。確かに追加緩和のハードルは高いが、現在の緩和策を工夫することで緩和余地を拡大することは十分可能だ。利下げについては、スイス中銀が最近決定したように、階層化でのマイナス金利の適用除外を拡大することで、追加の利下げ余地が生まれる。資産買い入れは、訴訟リスクに直面する資本金クォータの見直しは難しいが、国債の保有割合の上限を50%程度まで引き上げることはそれほど難しくない。債務再編時の集団行動条項の発動要件を緩めに解釈すれば、ECBの保有割合が50%を下回る限り、債務再編を必ず阻止できる訳ではない。

12日のECBの緩和パッケージは、政策総動員で景気や物価の下支えに強い決意をみせた一方、利下げ幅や資産買い入れの規模が市場の期待に届かず、評価が割れている。マイナス金利の副作用を軽減する金利階層化を導入した割に利下げ幅が10bpsにとどまったこと、再開した資産買い入れの規模が前回は大きく下回る月額200億ユーロにとどまったこと、理事会内で資産買い入れ再開への反対意見がかなりの多数に上ったこと、利用条件を緩和したTLTRO3の初回オペの利用額が僅か34億ユーロにとどまったことから、ECBの金融緩和が限界に近づいていると懸念する声も聞かれる。実際、ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、金融政策の限界と受け止められないように注意を払いつつ、財政政策の果たす役割の重要性を説き、金融政策と財政政策の協調を訴えた。ECBが各国の構造改革や財政政策に注文をつけるのは珍しいことではない。ここ数年、理事会の声明文は、金融政策が最大限の効果を発揮するためにも、各国の構造改革や財政政策が重要とする言葉で締め括られてきた。だが、とりわけ6月のシントラでのドラギ総裁の講演以降、ECBは財政の重要性を一段と強調するようになった。「追加緩和の意思も手段もある」と強気姿勢を崩さないものの、現行の緩和政策の強化が限界に近づいているとの危機感があるのだろう。

確かに、今回の緩和発表で当面の政策対応として考えられる緩和策は出尽くした感もある。10月末で退任するドラギ総裁は、緩和の長期継続への道筋をつけた意味で“最後の偉業”を果たしたのかもしれない。だが、ドラギ総裁の後を継ぐラガルド次期総裁は、追加緩和ツールの乏しさ、理事会内の意見集約、法的論争に発展するリスクなど、様々な難題に直面する。ドラギ総裁の英断でECBの緩和余地は本当に枯渇寸前なのだろうか。筆者は必ずしもそうは思わない。

まず、追加利下げについては、今回の利下げ決定に合わせて金利階層化を導入したことから、いよいよ銀行の預貸利ざや圧迫や運用難などの副作用が緩和効果を脅かす段階に入ってきたことが窺える。マイナス金利で先行するスイスやデンマークは現在、下限の政策金利（中銀の預金金利）のマイナス幅が▲0.75%と、利下げ後のECBの▲0.5%を上回る。ECBの緩和強化やリスク回避姿勢が高まる度に、スイス・フラン高圧力に悩まされてきたSNB（スイス中銀）は、ECBの緩

和決定直後の19日、当面は為替介入でフラン高圧力に対処するとして利下げを見送った。そろそろ副作用が緩和効果を逆転する“リバーサル・レート”に近づいている証左かもしれない。S N Bは同時に、金利階層化でマイナス金利の適用対象から除外する範囲を拡大し、近い将来の追加利下げに向けた布石と受け止められている。S N Bの金利階層化は、これまで所要準備の20倍の金額までマイナス金利の適用が除外されてきたが、今回これを25倍に引き上げた。E C Bが今後追加利下げに踏み切る際には、こうした措置が参考となりそうだ。今回導入した金利階層化は、市中銀行が余剰資金をE C Bの預金に預ける際、所要準備の6倍の金額まではマイナス金利の適用対象から除外している。この倍率を引き上げることで、追加利下げ余地が生まれよう。

資産買い入れについては、E C Bの保有割合を元本の33%に制限する33%ルールと、各国中銀によるE C Bの資本金の拠出割合に応じた国債の買い入れルール（資本金クォータ）が、買い入れ強化を難しくしている。既に前回の資産買い入れ時から資本金クォータからの乖離が常態化しているが、E C Bはこれを一時的な逸脱と説明し、これまでのところ条約違反を問われることはなかった。現在、E C Bが保有するドイツ国債の割合が33%に近づいており、資本金クォータで25%を占めるドイツ国債が買い入れ対象から除外された場合、その他国債でこれを穴埋めすれば、資本金クォータからの乖離が大きくなる。資本金クォータからの乖離がさらに拡大したり、買い入れ強化のために資本金クォータを債務規模に応じた買い入れ割合などに変更する場合、今回の資産買い入れ再開が事前に終了期限を定めないオープンエンド型となったことと相俟って、訴訟リスクに直面する恐れがある。債務規模に応じた買い入れは財政救済との境界線が曖昧となる。欧州債務危機の沈静化に大きな役割を果たしたE C Bの国債購入策（OMT）は、事前に上限を定めない“無制限性”が裁判で大きな争点となった。

他方、国債の33%ルールは、E C Bが債務再編を阻止可能な国債を保有しないために自ら設定した上限だ。ユーロ圏内で発行される国債には、一定割合の債権者が債務再編に同意する場合、全ての債権者を拘束する集団行動条項（C A C）が付帯されている。E U条約で財政救済を禁じられたE C Bは債務再編に必ず反対する。E C Bが債務再編阻止に十分な債券を保有すれば、市場を歪めかねない。C A Cの具体的な発動要件は、債権者の3分の2以上が債権者集会に参加し、参加者の75%以上が債務再編に同意するケースが多い。E C Bが33%以上の債券保有を禁止しているのは、このうちの前段部分、債権者集会の成立要件を満たさなくなることを回避するためとみられる。

これをもう少し拡大解釈することで、33%の上限を例えば50%まで引き上げることは可能とみられる。丁度3分の2の債権者が債権者集会に参加し、そのうち75%が債務再編に賛成した場合、全体の50.25%（ $=66.7\% \times 75.0\%$ ）の債権者の賛成でC A Cが発動する計算となる。上記の場合、E C Bの国債保有割合が50%未満であれば、C A C発動を必ず阻止できる訳ではない。但し、現実にはE C Bが50%近くの国債を保有していれば、債権者集会に参加しない時点でC A C発動を阻止でき、参加して反対票を投じて同じくC A C発動を阻止できる。元々33%ルールはE C Bが自ら設定した上限に過ぎず、欧州債務危機の沈静化に伴い、ユーロ圏内で国債の債務再編が想定される確率は極めて限定的だ。33%ルールを引き上げることが訴訟リスクを高める訳ではなく、資本金クォータを見直すよりもハードルは低い。

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調査研究本部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、第一生命保険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。