

# Europe Trends

発表日: 2020年3月3日(火)

## 新型コロナウイルス対応に舵を切るECB

～大山鳴動して鼠一匹とならなければいいが～

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)

◇ これまで新型コロナウイルスでの政策対応に消極的であったECBも2日、「適切かつ的を絞った措置を講じる準備がある」との声明を発表。世界の主要中銀が協調してこの問題に対処する方針を示唆している。追加緩和余地が乏しく、戦略検証中のECBは難しい対応を迫られる。マイナス金利の深堀りは金融機関の収益圧迫の副作用を招く恐れがあり、資産買い入れの強化には現行スキームの見直しが必要となる。長期資金供給オペの利用条件緩和では、金融市場の失望を招く恐れがある。

新型コロナウイルスの感染拡大に対して、ECBは先週までは静観姿勢を示唆していた。ラガルド総裁は2月27日付けのフィナンシャル・タイムズ紙のインタビューに答え、状況を注視しているとしながらも、新型コロナウイルスの影響が持続的なショックはもたらしていないとし、現時点で金融政策の対応が必要な段階には達していないと発言していた。だが、金融市場に動揺が広がり、欧州でも感染拡大が広がるなか、ECBもより踏み込んだ対応が必要との判断に傾いているようだ。ここ数日、日米英の中銀が矢継ぎ早に新型コロナウイルスに対処する方針を示唆しており、ユーロ高が進行するなか、日米欧主要中銀の中で最も早いタイミングで定例理事会を迎えるECBは難しい判断を迫られていた。

ラガルド総裁は2日、「コロナウイルスの感染拡大は急速に進展しており、経済見通しや金融市場の機能にリスクをもたらす (The coronavirus outbreak is a fast developing situation, which creates risks for the economic outlook and the functioning of financial markets.)」。ECBは状況の進展と、それが景気、中期的なインフレ率、金融政策の波及経路にもたらす影響を注意深く観察している (The ECB is closely monitoring developments and their implications for the economy, medium-term inflation and the transmission of our monetary policy.)。我々は必要に応じ、内在するリスクに沿った形で、適切かつ的を絞った措置を講じる準備がある (We stand ready to take appropriate and targeted measures, as necessary and commensurate with the underlying risks.)」との声明を発表した。

ECBは昨年9月に包括的な金融緩和パッケージを発表したが、ドラギ前総裁の強引な緩和決定に理事会内から異論も噴出していた。ECBは現在、年内いっぱいを目途に金融政策の戦略レビューに着手している。各緩和メニューの効果と副作用の検証もその内容に含まれ、検証途中での追加緩和決定にはより慎重な判断が必要となる。12日の次回理事会までに確認可能な新たなマクロ指標はほとんどない。あるとしても現在進行形で進む感染拡大の影響を盛り込んだ内容のものではない。次回理事会までにECBの判断に影響を及ぼす要素としては、①欧州域内での感染拡大の広がりとその起因する経済活動の停滞 (外出手控え、イベント中止、生産活動のストップ、サプライチェーンの混乱など)、②金融市場の動揺が実体経済に与える影響 (対応を見送った場合に想定さ

れる動揺も含む)、③各国政府やEUによる政策対応一が考えられる。

では、ECBの政策対応としてどのような内容が考えられるのだろうか。これまでの政策メニューの延長戦上で考えれば、利下げ、資産買い入れの強化、長期資金供給オペの強化が選択肢となろう。今回のラガルド総裁の声明発表を受け、金融市場参加者の間では現在▲0.5%にある下限の政策金利（預金ファシリティ金利）を▲0.6%に引き下げるとの観測が高まっている。マイナス金利の深堀りは金融機関の収益圧迫などの副作用を招く恐れがあり、ECBは昨年9月の追加利下げ時に、マイナス金利の適用対象を絞る金利階層化を導入している。ECBはこうした副作用を警戒しつつも、現時点で利下げの効果と副作用が逆転するリバーサル・レートには達していないと考えているようだ。金融政策を提案する立場にあるチーフエコノミストのレーン理事は2月21日にブルームバーグのインタビューに答え、新型コロナウイルスの影響拡大時の対応として追加利下げを選択肢として挙げていた。

資産買い入れの強化はよりハードルが高そうだ。昨年9月に決定し、11月に再開した資産買い入れは、国債・機関債・社債・カバード債を対象に月額200億ユーロを予め終了期限を定めずに購入するものだ。オープンエンド型の買い入れスキームのため、終了期限を延長する形での買い入れ強化はできず、買い入れ額の増加が必要となる。その場合、現行の買い入れルールの下で買い入れ可能な期間は限られる。こうした踏み込んだ内容を議論するのが戦略検証の目的の1つで、その議論が進まない間に買い入れルールの変更や買い入れ対象の追加といった抜本的なスキームの見直しを行うのは難しい。但し、新型コロナウイルスの感染拡大が一服した後は、手控えられていた経済活動が再開し、V字型の回復が想定される。感染拡大が収束するまでの間、資産買い入れの規模を一時的に増額し、その後の状況鎮静化に応じて買い入れ額を減額するといった形の対応であれば、現行スキームの延長戦上で対処できそうだ。

景気下支えや金融市場の動揺鎮静化という目的でなく、新型コロナウイルスへの金融政策上の対応として最も直接的なものは、資金供給オペの強化を通じた銀行の貸出支援や企業の資金繰り支援だろう。ラガルド総裁が声明の中で「的を絞った (targeted) 対応策」という文言を使っていることから、貸出を増加した銀行に優遇金利を適用するターゲット型の長期資金供給オペの第三弾 (TLTRO 3) を想起させる。ECBは昨年9月の緩和決定時に、TLTRO 3の適用金利を引き下げ（オペ期間中のリファイナンス金利+10bpsの上乗せ金利を撤廃）、オペ期間を当初の2年から3年に延長した。さらなる金利条件の優遇やオペ期間の延長は、政策目標に照らして想定しにくい。あるとすれば、新型コロナウイルスで影響を受けた企業に対する貸出条件を緩和するなどの対応だろうか。但し、昨年9月に開始されたTLTRO 3は、これまでのところ利用行・利用額が伸び悩んでいる。TLTRO 3の限定的な強化だけでは、金融市場の失望を招く可能性が高い。

このようにラガルド総裁は、理事会内の反対意見と限られた追加緩和余地という制約条件の下で、難しい対応を迫られている。市場鎮静化の役割はFRBに任せ、必要最低限、各国中銀との協調姿勢を示すのであれば、TLTRO3の利用条件緩和など銀行の貸出支援増加策にとどめよう。新型コロナウイルスやそれに起因する金融市場の動揺が实体经济を下押しするとみれば、マイナス金利の深堀りや資産買い入れの強化に踏み切ろう。

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。