

# Europe Trends

発表日:2020年3月13日(金)

## ECB: 経験不足を露呈したラガルド

～金融政策に出来ることには限界があるが、自ら緩和効果を打ち消してしまった～

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)

- ◇ 新型肺炎の感染拡大による景気の下振れリスクの高まりと金融市場の動揺を受け、ECBは12日、①つなぎオペの追加実施、②TLTRO3の条件緩和、③資産買い入れの一時的な増額を決定。利用額が伸び悩んできたTLTRO3は、適用金利の一律25bps引き下げ、優遇金利の適用条件緩和、利用枠拡大により、利用額の増加が見込まれる。また、資産買い入れの増額幅は1200億ユーロと筆者の想定を上回る規模となったが、欧米での株式市場の強烈な下げを食い止めることはできなかった。
- ◇ 後講釈的には利下げが見送られたことが失望を招いたとの受け止めもあるが、マイナス金利の深掘りが回避されたにもかかわらず、欧州市場では金融株の下げがきつい。仮に利下げが行われていれば、「銀行収益圧迫が意識された」と説明されていたに違いない。結局のところ、金融政策でウイルスが退治できる訳ではないことを露呈した。
- ◇ 筆者の考えでは今回の決定が失望を招いたのは、政策の中身ではなく、市場とのコミュニケーションにある。ラガルド総裁の不用意な発言でイタリア国債の利回り上昇を招き、自ら緩和効果を打ち消してしまった。また、ユーロ圏各国政府の一体的な危機対応が出てこないことも不安要素だ。実弾投入の可否はさておき、前日の英国の対応を見習って、せめて財政当局と金融当局が一致団結して危機に取り組む位の演出が欲しかった。
- ◇ 感染拡大が広がる国・地域では、観光、小売、外食を中心に中小企業の経営悪化が予想される。医療体制の整備に加え、政府による資金繰り支援やローン債権の保証といった措置が重要となってくる。ラガルド総裁の呼びかけに応え、財政当局が野心的且つ協調的な対応強化に動くかに注目が集まる。今後も感染拡大が長期化した場合、ECBは金融市場の動揺や実体経済の悪化にどのように対処するのか、ラガルド総裁の真価が改めて問われることになる。

欧州に飛び火した新型肺炎に対する脅威が高まるなか、ECBは12日の理事会で、①つなぎの流動性供給オペの追加実施、②TLTRO3（貸出を増加した銀行に優遇金利を適用する長期資金供給オペの第三弾）の条件緩和、③資産買い入れの一時的な増額を決定した。同時に、ECBの単一銀行監督理事会は、直接の監督下にある大手行を対象に、一時的な資本要件の緩和、資本・流動性バッファの利用、銀行検査や是正期限の延期を認めることを決定した。なお、現在▲0.5%にある預金ファシリティ金利の一段の引き下げは見送られたが、「現在と同じかそれを下回る水準に政策

金利を維持する」というガイダンスの文言が維持され、先行きの追加利下げの可能性は排除していない。政策金利、資産買い入れ、再投資の各フォワード・ガイダンスは変更なし。新たに追加された措置の内容は以下の通り。

#### <流動性供給オペの追加>

- ・6月24日のTLTRO3までのつなぎ資金を提供する流動性供給オペを毎週追加実施
- ・初回オペは3月18日に行われ、何れのオペも満期は6月24日
- ・適用金利はその間の預金ファシリティ金利（現在の金利ではゼロ%）、満期時に支払い
- ・固定金利全額供給型（金額の上限がある入札によって適用金利が決まるのではない）

#### <TLTRO3の条件緩和>

- ・6月24日以降、2020年6月までのTLTRO3が対象
- ・適用金利は、現行：オペ期間中の主要リファイナンス金利（現在の金利ではゼロ%）→変更後：オペ期間中の主要リファイナンス金利-25bps（現在の金利では▲0.25%）
- ・貸出条件を満たした場合に適用される優遇金利は、現行：オペ期間中の預金ファシリティ金利（現在の金利では▲0.5%）→変更後：オペ期間中の預金ファシリティ金利-25bps（現在の金利では▲0.75%）
- ・最大利用額は、現行：2019年2月末時点の企業向けと家計向け（モーゲージを除く）ローン残高の合計額の30%→変更後：同50%
- ・優遇金利の適用を受けるための貸出条件は、現行：2020年4月1日から2021年3月31日までの対象貸出が2.5%増加→変更後：同横ばい

#### <資産買い入れの一時的な増額>

- ・月額200億ユーロの現行の資産買い入れプログラム（APP）に加えて、年末までに1200億ユーロの資産買い入れ（月額120億ユーロに相当）を追加
- ・追加の買い入れ対象は主として民間部門の債券（社債、カバード債、ABS）

理事会後の記者会見での質疑応答のポイントは以下の通り。

#### ◇財政政策

- ・ラガルド総裁は、今回の政策が効果を発揮するためにも、財政当局による野心的且つ協調的な対応が必要とし、全ての関係者による迅速な対応を求めた。
- ・また、今回の流動性供給の効果が中小企業に行き渡るためにも、各国政府やEU機関が貸出債権への保証を提供する必要があると訴えた。

#### ◇利下げ

- ・追加利下げが回避された理由を問われた総裁は、今回のショックの性質と影響が出る経済主体を考えた場合、今回の政策パッケージが最も効果的・的を絞った内容であると判断したと説明した。

・既に利下げの副作用が効果を上回るリバーサルレートに達しているとの見方を否定し、必要に応じてあらゆる政策手段を調整する準備があることを強調した。

#### ◇買い入れルール

・買い入れ増額に伴い資本金クォータからの逸脱や国債の33%ルールへの抵触の可能性を問われた総裁は、現行ルールで認められた柔軟性を最大限に活用するとともに、国債ではなく民間債券を重点的に買い増すことを示唆した。

・加えて、新型肺炎対応で各国政府が財政支出を拡大すれば、公債発行残高が増え、ECBの買い入れ余地が増すことにも言及した。

#### ◇OMT

・イタリアの国債利回り上昇時のOMT（欧州債務危機時に創設したECBによる国債購入策）発動の是非を問われた総裁は、OMTの発動を要請するかの判断は政府によるもので、国債スプレッドの上昇抑制はECBが一義的に担う責務ではない趣旨の発言を行った。

#### ◇景気見通し

・新たに発表されたECBのスタッフ見通しは、2020年の実質GDP成長率を前回（昨年12月）：+1.1%→今回（3月）：+0.8%、2021年を+1.4%→+1.3%に下方修正、2022年を+1.4%→+1.4%で据え置いた。

・予測の前提となる数字のカットオフ日は2月18日と、新型肺炎の現実的な脅威が欧州に広がる以前だった。

・ラガルド総裁は景気のリスク判断が明確な下振れ方向にあると指摘。

・他方で、新型肺炎が経済に及ぼす影響は大きいと、そのショックの性質を考えれば、景気への下押しは本来一時的な筈であるとの見解を表明している。スタッフ見通しが想定するよりも景気の回復時期は後ずれしそうだが、巡航速度に復帰するシナリオが崩れた訳ではないと説明。

・原油価格の大幅下落と景気の下振れに伴うデフレリスクを問う質問に反論した。

・なお、筆者は新型肺炎の影響拡大を受け、2020年の成長率見通しを今回のECBを下回る+0.4%に引き下げたが、その後にイタリア全土を対象に移動制限や小売店舗の閉鎖が決定され、スペインなど他の欧州諸国での感染拡大が想定を上回るペースで進んでおり、一段の下方修正が必要と判断している。

#### ◇理事会運営・戦略レビュー

・新型肺炎の感染拡大で大規模集会の禁止や一部加盟国で移動制限が行われていることを踏まえ、一部の理事会メンバーは今回、ビデオ会議で討議に参加した。次回の理事会もビデオ会議が利用。

・また、今年いっぱいを目途に行われている金融政策の戦略レビューについても、学識関係者などへの公開ヒアリングの開催が難しいため、初回会合を当初の予定から6週間遅らせ、5月末に開催することを明かした。

ECBの政策決定に先駆けて米FRBや英BOEが緊急利下げを行ったが、その後も金融市場の動揺が続いている。ECBは日銀と並んで政策余地が乏しく、ドラギ前総裁の下での昨年9月の緩和決定を巡って理事会内の不協和音が噴出しているほか、金融政策に関する戦略レビューの最中であることも、今回の政策対応を難しくした。発表された政策を冷静に評価すれば、利用額が伸び悩んできたTLTRO3は、適用金利の一律25bps引き下げ、優遇金利の適用条件緩和、利用枠拡大により、利用額の増加が見込まれる。また、資産買い入れの増額幅は1200億ユーロと筆者の想定（月額100億ユーロ増額を数カ月で数百億ユーロ程度）を上回る規模となったが、欧米での株式市場の強烈な下げを食い止めることはできなかった。後講釈的に利下げが見送られたことが市場参加者の失望を招いたとの受け止めもあるが、マイナス金利の深堀りが回避されたにもかかわらず金融株の下げがきつかった。仮に利下げが行われていたならば、「銀行収益圧迫が意識された」と説明されていたに違いない。結局、金融政策でウイルスが退治できる訳ではないことを露呈した。

記者会見ではラガルド総裁の金融政策経験の乏しさを露呈する発言もあった。イタリア国債のスプレッド拡大を受けたOMTの発動有無を問われた質問に、「スプレッド縮小はECBの役割ではない」と答え、イタリア国債利回りの大幅上昇を招いてしまった。さらに、ドラギ前総裁が欧州債務危機の市場動揺時に「ユーロ防衛のためにいかなる措置も行う」と発言したことに準え、「これはあなたにとっていかなる措置も行う局面か」との質問に否定的に答えたことも、市場動揺を封じ込める断固とした決意を期待した市場の失望を招いた。イタリアは新型コロナウイルスの感染拡大による影響が最も懸念される国だ。そのイタリア国債の利回り上昇は、影響が直撃する中小企業の資金調達環境の悪化を意味する。ラガルド総裁は記者会見後に出演したテレビインタビューで、「ECBはユーロ圏を脅かす市場の分断を回避することにコミットしている。新型コロナウイルスに伴うスプレッド拡大は、金融政策の波及経路を棄損する」と発言した。これは前述の「ユーロ防衛宣言」とそれを具現化したOMTを多分に意識した発言で、市場対話の失敗を軌道修正しようと試みた訳だが、もはや後の祭りとなった。筆者の考えでは今回の決定が市場の失望を招いたのは、政策の中身ではなく、市場とのコミュニケーションの失敗だった。1つは、ラガルド総裁の不用意な発言でイタリア国債の利回り上昇を招き、自ら緩和効果を打ち消してしまったこと。もう1つは、ユーロ圏各国政府の一体的な危機対応が出てこないことも不安要素だ。英国では今回のECB理事会の前日に、政府の予算発表と新型コロナウイルス対策の発表に合わせて、BOEが市場の予想を上回る50bpsの利下げなどの緩和措置に踏み切った。ユーロ圏での実弾投入の可否はさておき、前日の英国を見習って、せめて財政当局と金融当局が一致団結して危機に取り組む位の演出が欲しかった。

今回の措置によって今後次々と明らかになるであろう景気への逆風や金融市場の動揺を封じ込めることが出来るとは思えない。次の一手としては、財政当局がラガルド総裁の呼びかけに応え、野心的且つ協調的な財政出動に動くかに注目が集まる。感染拡大が広がる国・地域では、観光、小売、外食を中心に中小企業の経営悪化が予想される。ラガルド総裁が指摘した通り、政府による資金繰り支援やローン債権の保証といった措置が重要となってくる。財政当局の迅速な対応が伴わなかった場合や、感染拡大が長期深刻化し、金融市場の動揺や実体経済の悪化がより深刻となった場合、ECBに打つ手はあるのだろうか。ラガルド総裁の真価が改めて問われることになりそうだ。

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。