

経済・金融 フラッシュ

12月ECB政策理事会：追加利下げ、銀行の資金繰り支援拡大も、国債無制限購入は否定

経済調査部門 主任研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail: ito@nli-research.co.jp

欧州中央銀行(ECB)は8日に開催した12月の政策理事会で25bpの追加利下げと銀行の資金繰り支援策を決めた。その一方、EU首脳会議で協議されている新たな「財政協定」を受けて国債買い入れを大幅に拡大するとの観測は否定、欧州金融安定ファシリティ(EFSF)の支援能力不足を補うためにECB、あるいは各国中央銀行が国際通貨基金(IMF)に融資を行う案も条約に抵触するとの立場から否定した。

ECBの大胆な政策を期待していた市場の失望を呼んだものの、ECBがEUの基本条約に違反する政策に踏み出すことが却ってユーロの価値と信認を揺さ振るおそれもある。財政問題の解決は政府間の協議事項であり、ECBは追加利下げと銀行の資金繰り支援強化という形で現時点での役割を果たしたと考えることができよう。

(政策金利は2カ月連続の引下げで1%へ)

欧州中央銀行(ECB)は8日に開催した12月の政策理事会で先月に続く25bpの政策金利の引き下げと市場での資金調達難、適格担保の不足に直面している銀行の資金繰り支援のため過去最長となる3年物の固定金利・金額無制限での資金供給と適格担保の要件の緩和を決めた。

政策金利については、一部で50bpの利下げ観測も出ていたが、今回は検討されず、25bpの利下げについても理事会内で反対意見があり、コンセンサスでの決定であったことを明らかにした。連続利下げで2011年半ばまでの利上げ分が解消され、政策金利(オペ金利)は1.00%の過去最低水準に戻った(図表1)。ドラギ総裁は、さらなる利下げによる過去最低水準更新の可能性を問う質問を「事前にコミットしない」というトリシェ前総裁時代から続く常套句でかわした。

声明文では、「金融市場の緊張の高まりが経済活動を抑圧しており、先行きも極めて不確実で重大な下方リスクにさらされている」、「こうした環境では、物価、コスト、賃金の圧力は穏やかである」としており、信用収縮による景気下振れリスクの現実化しつつあることが、追加利下げの理由であることがわかる。

(銀行支援のため3年物の資金供給を実施、適格担保要件も緩和)

ユーロ圏の銀行は、国債価格の下落による損失拡大懸念と政府の信用力低下による資金調達コストの上昇、量的確保の困難に直面しており、金融システムの混乱拡大と実体経済に及ぼす影響が懸念されている。11月30日の世界の主要6中銀のドル資金供給拡大合意に基づく7日の3カ月物ドル資金供給には506億ドルと前回の3.9億ドルを大きく上回る需要があったことがユーロ圏の銀行

を取り巻く環境が厳しさを増していることを裏付けている。

今回の理事会では、銀行の資金繰り支援策として、①1年後の早期返済のオプション付きの3年物の固定金利・金額無制限の長期オペ（LTRO）の実施（2011年12月21日、2012年の2月29日）、②準備率の引下げ（2%→1%、2012年1月18日～）、③適格担保要件の緩和を決めた。

うち、①の第1回オペは10月理事会で決定した13カ月物のオペに代替する形で行われる。③の適格担保要件の緩和は、所定の条件を満たした資産担保証券（ABS）は格付けの最低基準をシングルAまで引き下げるほか、一時的な措置として各国中央銀行が所定の条件を満たした貸出債権などを担保として受け入れることを認める。担保要件の緩和は、関連規則の公表次第実施される。

（国債買い入れの大幅拡大も、IMFへの融資案も否定）

先月29日のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）では、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の救済能力拡大のためのレバレッジ化策として「部分的損失補償方式」と「共同投資基金方式」の2つの案が採用し、2012年1月に本格稼動することを決定、8日～9日の日程で開催されているEU首脳会議では、財政規律と監視体制を強化するための「財政協定（fiscal compact）」とともに欧州安定メカニズム（ESM）の前倒しやユーロ共同債について協議が進められている。

レバレッジ化によるEFSFの支援能力引き上げは、10月の段階で目標とされていた1兆ユーロには届かない見通しで、ESMの稼動は早くても2012年半ば、ユーロ共同債の早期実現の見通しは極めて低い。このため市場では、ECBが危機国の国債を無制限に購入することを明言することが市場の安定化の唯一の道という声が強い。

特にドラギ総裁が今月1日の欧州議会での証言で「財政協定に他の措置が続く」と述べた後、首脳会議合意を受けた国債買い入れ拡大の観測が広がっていたが、政策理事会後の記者会見でドラギ総裁は、「基本条約に抵触する」との理由から、その可能性を明確に否定、国債買い入れプログラムは「金融政策の波及経路の改善を目的とする」ものであり「無限ではない」とした。

また、ECBは国債買入れと同額の定期預金を通じて市中から資金を吸収する「不胎化」を行うルールとなっているが、足もとでは買入れ残高と定期預金の差がやや広がっている（図表2）。ただ、こうした差は量的緩和への移行を示すものではなく、一時的なものとして、「不胎化」の原則を見直す意図もないことを強調した。

さらに、EFSFの支援能力不足を補うためにECB、あるいは各国中央銀行が国際通貨基金（IMF）に融資を行う案についても、やはり条約に抵触するとの立場から否定した。

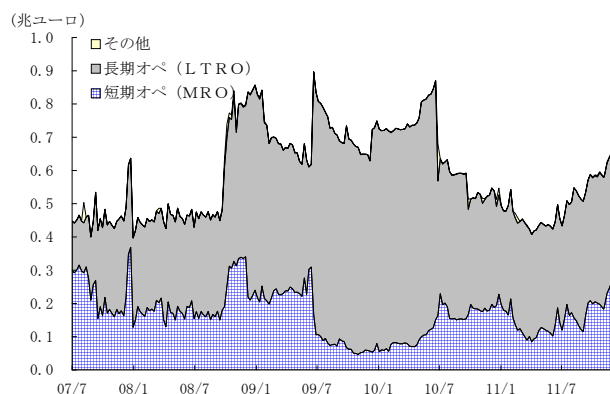
（ドラギ発言に市場は失望。だが、ECBは現時点での役割は果たし、国債買い入れも継続の見通し）

こうしたドラギ総裁の発言は、ECBの大胆な政策による危機封じ込めを期待していた市場の失望を呼び、欧米市場での株安につながった。だが、ECBがEUの基本条約に違反する政策に踏み出すことが却ってユーロの価値と信認を揺さ振るおそれもある。財政問題の解決は政府間の協議事項であり、ECBは追加利下げと銀行の資金繰り支援強化という形で現時点での役割を果たしたと考えることができよう。

今回、無制限の国債買い入れを約束しなかったとは言え、ECBによる国債買い入れの残高は12月2日現在で2069億ユーロに達し、対象をスペイン、イタリアにまで拡大した8月以降の買入れ

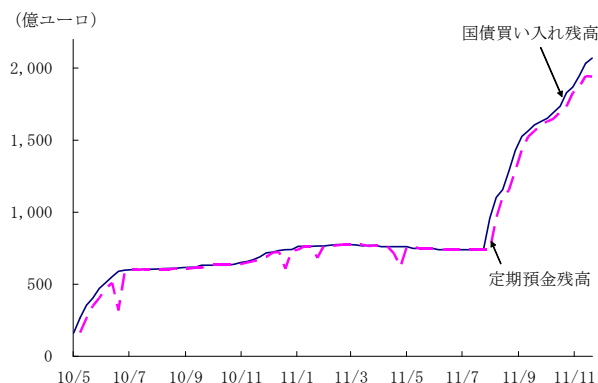
額は1329億ユーロとなっている。「無制限」ではないとしても、E F S FあるいはE S Mが本格的に「防火壁」としての機能を果たせるようになるまでは、E C Bは国債市場への介入を継続するだろう。

図表1 E C Bの資金供給残高



(資料) E C B

図表2 E C Bの国債買い入れ残高と定期預金残高



(資料) E C B

（成長率見通しは中央値で0.3%）

なお、今回公表されたE C B・ユーロシステムのスタッフ経済見通しでは2012年の成長率の見通しのレンジをマイナス0.4%～1%、中央値を0.3%とし、前回9月の同0.4～2.2%、同1.3%から大きく下方修正した。インフレ率については、2012年のレンジは1.5%～2.2%、中央値は2.0%で、前回9月の同1.2～2.2%、同1.7%から上方修正したが、今回始めて公表した2013年は中央値で同1.5%と「2%でその近辺」というE C Bの定義による安定的水準を下回る見通しである。

ドラギ総裁は、会見の中でデフレの可能性を否定したものの、連続利下げと流動性供給の大幅拡大の背景にある景気認識は極めて厳しいものであることが伺われる。

図表2 E C B・ユーロシステム・スタッフ経済見通し

		2011年			2012年			2013年		
		下限	上限	中央値	下限	上限	中央値	下限	上限	中央値
GDP	今回(9月)	1.4	1.8	1.6	0.4	2.2	1.3	—	—	—
	今回(12月)	1.5	1.7	1.6	-0.4	1.0	0.3	0.3	2.3	1.3
HICP	今回(9月)	2.5	2.7	2.6	1.2	2.2	1.7	—	—	—
	今回(12月)	2.6	2.8	2.7	1.5	2.5	2.0	0.8	2.2	1.5

(資料) ECB

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。