

# 経済・金融 フラッシュ

## 1月ECB政策理事会：政策効果見極めのため、全員一致で現状維持を決定

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

債務危機拡大への不安がくすぶる中で12日に開催された1月の欧州中央銀行(ECB)政策理事会は全員一致で現状維持を決めた。声明文では、12月の初の3年物オペは銀行の資金繰り改善に寄与したと評価、急激な景気悪化に歯止めが掛かりつつある兆候にも言及した。

ECBのユーロ危機克服策として、市場では引き続き追加利下げや国債買い入れ拡大への期待が高いが、筆者は、先月までに決定済みの政策効果を見極めるため、政策金利は1%で据え置き、国債買い入れは従来のスタンスのままで継続、銀行の資金繰り支援は必要に応じて拡充・延長するという組み合わせとなる可能性が最も高いと考えている。

### (すでに決定済みの政策効果を見極めるため、全員一致で現状維持を決定)

1月の欧州中央銀行(ECB)理事会は、1月30日の首脳会議を控えた新たな「財政協定」導入に向けた調整と、ユーロ危機拡大のきっかけとなったギリシャ国債の元本削減を巡るギリシャ政府と民間債権者の代表との交渉が大詰めを迎える中で開催された。

今回は政策金利と資金供給や国債買い入れなどの非標準的手段の双方について全員一致で現状維持を決めた。前回12月の政策理事会で、11月に続く25bpの利下げと銀行の資金繰り支援策を決定しており<sup>(注1)</sup>、現在、実行段階にあるこれらの政策の効果を見極めることで全員が一致したと思われる。

(注1) [経済・金融フラッシュ No.11-152「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」](#)をご参照下さい。

### (3年物資金供給は「銀行の資金繰り改善に寄与」)

12月に実施された固定金利・金額無制限による初の3年物オペによる資金供給額は4892億ユーロに上り、世界金融危機への対応として2009年6月に実施された第1回目の1年物資金供給の4422億ユーロを上回った(図表1)。

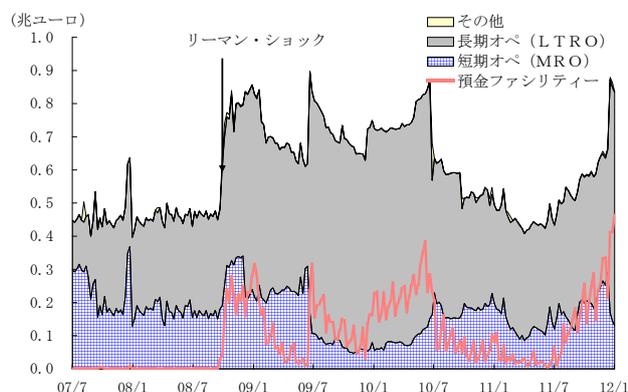
ECBの3年物資金供給は、ソブリン危機と景気後退による損失拡大のリスクと6月末を期限とする自己資本のバッファー構築を求められている銀行が資金調達難に見舞われ、多額の金融債の償還が危ぶまれる状況に対処するためのものだ。信用収縮と景気悪化の悪循環を抑制すると共に、資金の一部が銀行を通じて国債市場に流入することも期待されている。

今回の声明文には、3年物資金供給が「銀行の資金繰りの大幅な改善に寄与し、資金調達環境と

信頼感を支えている」との評価が盛り込まれた。また、「金融市場の緊張がユーロ圏の経済活動を弱める」、「経済見通しは高い不確実性と重大な下振れリスクにさらされている」という極めて慎重な見方を維持する一方、「一部のサーベイ調査には極めて低い水準での活動安定化の兆しが見られる」として、急激な景気悪化には歯止めが掛かりつつある可能性を示唆した。

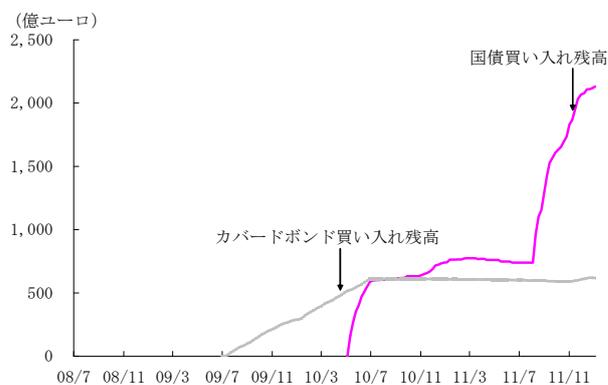
ただ、ECBのバランス・シートを見ると、3年物オペによる資金供給の増加とほぼ連動する形でECBの預金ファシリティの残高が増加（図表1）、期待どおり民間への融資や国債の投資に向かっていないように見える。この点について、ドラギ総裁は「ECBから借り入れをした銀行が預金している訳ではない」とした。その一方、12日実施されたイタリア・スペイン国債の入札が順調であったこととECBの長期オペとの関係については、「十分な判断材料がない」として判断を留保した。

図表1 ECBの資金供給と  
預金ファシリティ残高



(資料) ECB

図表2 ECBの国債買い入れ残高と  
カバードボンド買い入れ残高



(資料) ECB

### （可能性が高い政策金利据え置き、国債買い入れ継続、必要に応じた銀行の資金繰り支援拡充）

市場ではECBの次の一手として追加利下げ観測が強く、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の支援可能額引上げの具体的成果が挙がらない中、ユーロ危機の拡大阻止には国債買い入れの大幅な拡大が必要という見方も根強い。

利下げの可能性について、ドラギ総裁は「1%は下限か」との問いに明確な答えを避け、「事前に約束しない」という常套句でかわした。国債買い入れについても「無限でも永続的でもない」という従来の立場を変えるような発言はなかった。

筆者は、デフレ・リスクが高まった場合の追加利下げの可能性は排除できないが、1%での据え置きが長期にわたる可能性の方が高いと考えている。国債買い入れについては、ここ3週間余り週当たり10億ユーロ以下のペースに落ちているが（図表2）、EFSFの支援可能額引上げが進まない段階で、ギリシャの債務再編交渉や第7回融資のためのEU・IMF審査の難航などをきっかけに国債市場の緊張が著しく高まって、イタリア政府の資金繰りの問題が深刻化した場合などには国債買い入れ額を増やすことで対応するだろう。しかし、「政府に対する最後の貸し手」を明言することは、政府支出を紙幣増発でまかなうマネタリー・ファイナンスを禁じたEU運営条約123

条に抵触することから、ありえないと見られる。

2月には2度目の3年物オペが予定されているが、ドラギ総裁は「多額の需要が見込まれる」との見通しを示した。ECBの追加策としては、長期オペの追加や、昨年10月の理事会で2012年10月までの1年間で総額400億ユーロ規模での実施を決めた第2弾カバード・ボンド（金融機関が発行する担保付き債券）の買入れ枠の増額など、銀行の資金繰り支援を拡充する可能性が最も高いと考えている。

### （ギリシャ政府の元本削減交渉、為替相場の動向は静観の構え）

なお、質疑応答では、ギリシャが3月の国債償還を乗り越えるために不可欠な第二次支援の柱の1つであるギリシャの元本削減交渉について多くの質問があったが、ドラギ総裁は「ECBは関与していない」としてコメントを避けた。

足もとのユーロ安に対する質問についても、2011年8月のG7の合意（強固で安定した国際金融システムが我々の共有する利益であること、及び、市場で決定される為替レートを支持。為替レートの過度の変動や無秩序な動きは経済及び金融の安定に対して悪影響を与える）を維持、為替市場の動向を注視し、適切に協調すると述べるに留めた。

---

（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。