

# 経済・金融 フラッシュ

## 7月ECB政策理事会： 動き出した追加緩和パッケージ

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり  
TEL:03-3512-1832 E-mail: ito@nli-research.co.jp

欧州中央銀行(ECB)が3日に7月の政策理事会を開催した。前回理事会で導入を決めた最長4年の資金供給プログラム(TLTRO)の詳細のほか、金融政策を決める政策理事会の頻度を15年から6週間に1度に変更し、議事録の公開を始めることも明らかにした。

追加緩和パッケージの狙いは民間貸出の促進と行過ぎたユーロ高やはやすぎる金利上昇を牽制する狙いがあった。為替相場と金利には一定の効果が見られるが、民間貸出は効果を確認できる段階ではない。マイナス預金金利は、銀行に対するベンチマークの適用と合わせて、TLTROの民間向け貸出促進効果を高める政策として本領を発揮することが期待される。

### ( TLTROの詳細と15年からの政策理事会スケジュールの変更を発表 )

欧州中央銀行( ECB ) が3日に7月の政策理事会を開催した。今回は新たな政策決定はなかったが、前回6月の理事会で決定した追加緩和パッケージ<sup>(注1)</sup>の柱の1つである民間企業向け貸出促進のための最長4年のターゲット型資金供給(以下、TLTRO)のスケジュールや利用条件、報告制度などの詳細が発表された。ABS買入策については新たな公表はなかった。

また、金融政策を決める政策理事会の頻度を15年から従来の4週間に1度から6週間に1度に変更し、議事録を次の政策理事会の前までに公表することも明らかにした。

(注1) (1) 預金金利マイナス化を含む政策金利の引き下げ、(2) 民間企業向け貸出促進のための最長4年の資金供給(以下、TLTRO)実施、(3) 資産担保証券(ABS) 買い入れ開始に向けた準備作業の加速、(4) SMPの不胎化停止からなる。概要は、経済金融フラッシュ No. 14-045「[6月ECB政策理事会：追加緩和パッケージを発表－象徴的意味が大きいマイナス金利導入](#)」をご参照下さい。

### ( TLTROの利用行には貸出のベンチマークを設定、未達行は全額前倒し返済を求める )

TLTROは、第一段階の14年は9月と12月に実施、第二段階の15年から16年6月までは四半期ごとに6回実施する。第二段階のTLTROは、所定のベンチマーク<sup>(注2)</sup>を上回る融資を実行した銀行のみが利用可能である。TLTROの満期は18年9月26日だが、16年4月末の段階で所定のベンチマークを達成できなかった銀行には同年9月中に全額返済を求める。

今回の公表で、TLTROの利用行には報告義務を課し、貸出の原資として活用することを求めるスタンスが明確になった。11年12月と12年3月の2度にわたり実施された3年物長期資金供給(LTRO)は、その多くが中銀への預金に回り、銀行間の取引や国債、金融債にも回ったが、民

間企業向けの貸出の増加にはつながらなかったことの反省を生かす設計となっている。

(注2) 14年4月末までの1年間の貸出が純増となっている銀行(純増行)は14年4月末の残高。純減となっている銀行(純減行)には、15年4月までは過去1年の純減ペースが持続した場合の残高、15年4月~16年4月まではゼロ。ドラギ総裁は、純増行と純減行に異なったベンチマークを適用する理由を「必要なデレバレッジを妨げないため」と説明した。

### ( 当面は政策効果の浸透を見極め、必要な場合の量的緩和拡大は排除せず )

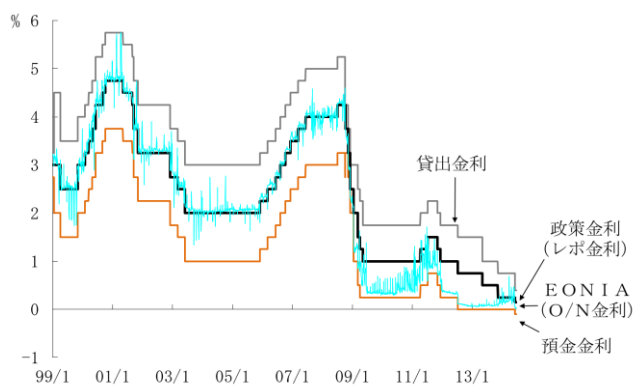
今月の声明文には、「向こう数ヶ月で実行に移される金融政策で緩和の度合いは拡大し、銀行貸出を支える。政策が経済に浸透することでインフレ率の2%近辺への回帰に貢献する」との新たな文言が挿入された。前回の追加緩和決定後の新たなフォワード・ガイダンス「現在のインフレ見通しからみて政策金利は長期にわたり現在の水準に留まる」と合わせて、当面は政策効果の浸透を見極めるスタンスを打ち出した。

同時に、「政策理事会は低インフレの長期化に対して更なる対応が必要になった場合には非伝統的手段を用いることで全員一致した」との文言も維持しており、政策効果が期待を下回る場合には、量的緩和の拡大を含む追加緩和も排除しない姿勢も維持した。

### ( 実行段階に入った追加緩和パッケージ )

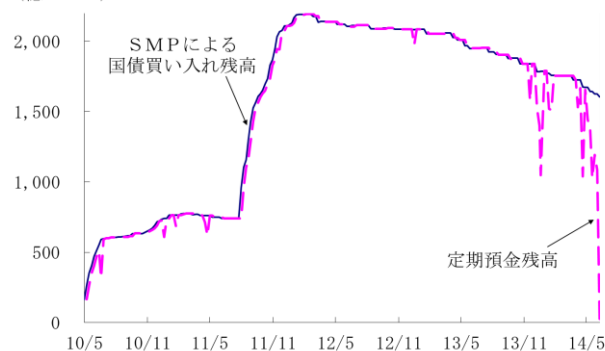
追加緩和パッケージのうち、預金金利のマイナス化を含む政策金利の引き下げ(図表1)は6月11日に実施、証券市場プログラム(SMP)を通じた国債購入の不胎化のために実施していた定期預金による流動性吸収(ファイナニング・オペ)もすでに打ち切られた(図表2)。

図表1 ECBの政策金利とEONIA



(資料) ECB、EBF

図表2 SMPと不胎化のための定期預金残高 (億ユーロ)



(資料) ECB

ECBの追加緩和は、「低インフレが長期にわたり持続するリスクが高まった」ことに対応するもので、民間向けの貸出促進と行過ぎたユーロ高やはやすぎる金利上昇を牽制する狙いがあった。

うち、為替相場と金利には一定の効果が見られる。ユーロ相場は、5月の理事会後のドラギ総裁の事実上の予告後から追加緩和を織り込んでいたため、この1カ月間は大きな変化は見られなかったが、ユーロ高の進行は抑えられている。オーバーナイト金利(EONIA)はゼロ近辺まで低下

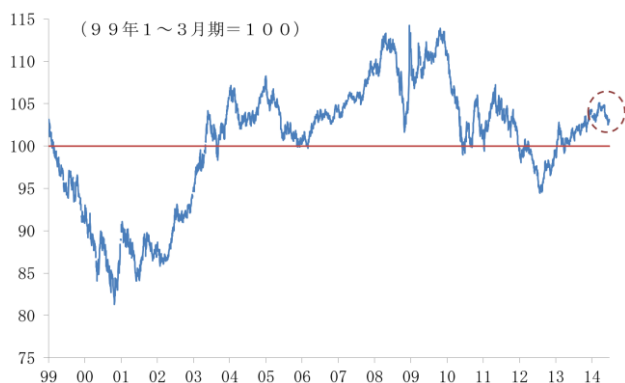
している（図表1）。長期金利は全般的な低下傾向が続いているが、ドイツ国債の利回り低下も進んだため、対独スプレッドは、周辺国は拡大、逆にコア国や高格付け国は縮小した（図表4）。株価は、景気回復や追加金融緩和期待から上昇基調が続いていたが、6月末にかけてイラク情勢の緊迫化などの外部要因も影響して反落、その後、回復に転じている（図表5）。

他方、民間向けの貸出は最新統計が5月末時点<sup>(注3)</sup>である上に、そもそもTLTROやABS買入などの貸出促進策は未実行であるため、効果を確認できる段階ではない。預金金利のマイナス化は、中銀預金にペナルティーを課し、貸出を促進する効果もあるが、現時点では、超過準備を削減する動きはない。ECBが毎週公表しているバランス・シートを見る限り、マイナス預金金利の決定後、超過準備はむしろ僅かに拡大している（図表6）。

ドラギ総裁は政策理事会後の記者会見でTLTROの利用額は「最大1兆ユーロに達しうる」との見方を示した。マイナス預金金利は、銀行に対するベンチマークの適用と合わせて、TLTROの民間向け貸出促進効果を高める政策として本領を発揮することが期待される。

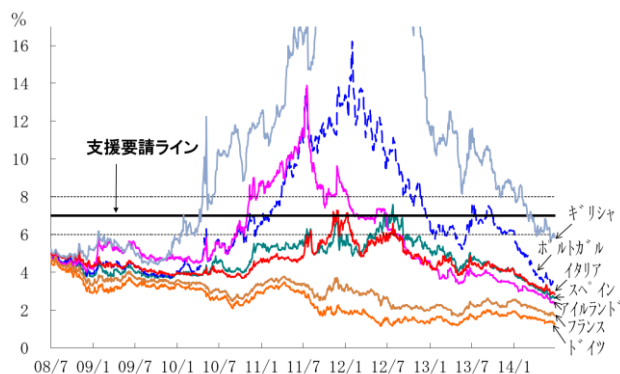
(注3) ECBが梃入れを狙う民間の非金融企業向け貸出増加率は5月も前年同月比マイナス2.5%（貸出売却・証券化要因調整後）と減少が続いている。

図表3 ユーロの名目実効為替相場



(資料) ECB

図表4 10年国債利回り



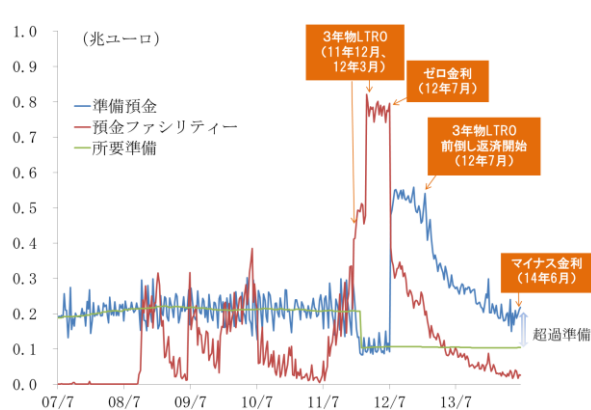
(資料) ロイター

図表5 ユーロ圏主要3カ国の株価



(資料) ロイター

図表6 準備預金と預金ファシリティ残高



(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。