

経済・金融
フラッシュ8月ECB政策理事会：
景気減速懸念、対ロシア関係悪化、ポ
ルトガルの銀行救済が質疑の焦点

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7日に8月の政策理事会を開催、大方の予想通り、現状維持を決めた。

ドラギ総裁は、記者会見で、EUとロシアの対立の激化という地政学的なリスクの高まりに警戒感を示し、景気判断を幾分慎重化した。現段階では、EUとロシアの制裁と報復の応酬の影響を測ることは困難としつつ、情勢が悪化した場合には国債の購入も選択肢となることを認めた。

破綻処理に至ったポルトガルの大手銀行BESの問題は固有のものであり、伝播のリスクはないとの見方を示した。

9月に始まる最長4年のターゲット型資金供給(TLTRO)規模の見通しとして全8回で4500億ユーロ～8500億ユーロとの数字を上げた。

(大方の予想通りの現状維持)

欧州中央銀行(ECB)が7日に8月の政策理事会を開催、現状維持を決めた。6月の政策理事会で追加緩和パッケージを決め、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(TLTRO)の開始を来月に控えている段階でもあるため、政策自体の見直しはないとの見方がコンセンサスであった。

今回の理事会の注目点は、政策変更の有無ではなく、理事会後の記者会見にあった。7月理事会後の3つの変化、すなわち①CPI速報値の前年同月比0.4%への低下などの経済データの悪化(注¹)、②マレーシア機墜事件を巡るEUとロシアの対立の激化など地政学的リスクの高まり(注²)、③49億ユーロを投じて破綻処理することになったポルトガルの大手銀行エスピリト・サント銀行(BES)の問題(注³)に、どのような見解を示すかが注目されたからである。

(注1) 6月CPI速報値は前年同月比0.5%であった。6日公表のイタリアの4～6月期GDPのマイナス0.2%で1～3月期のマイナス0.1%に続く2四半期連続のマイナス成長となり、6月のドイツ製造業受注は前月比マイナス3.2%で5月の同マイナス1.6%からさらに落ち込んだ。

(注2) 欧米が実施した対ロシア追加制裁とその影響については基礎研レター2014-8-8「新たな段階に入った欧米の対ロシア制裁 (<http://www.nli-research.co.jp/report/letter/2014/letter140808.html>)」をご参照下さい。

(注3) ポルトガルの銀行問題に関してはWeeklyエコノミスト・レター「ポルトガルの銀行問題：ユーロ危機再燃につながるは本当か? (http://www.nli-research.co.jp/report/econo_letter/2014/we140718eu.html)」をご参照下さい。

（ 地政学リスクへの警戒もあり、景気の現状判断と見通しのトーンを幾分慎重化 ）

インフレ率に関しては、ドラギ総裁は、低下の主因はエネルギー価格が前年同月比マイナス 1% に低下したことにより、エネルギー・食品を除くいわゆるコア C P I は 0.8% と横這いであるため、基調は変わっていないとした。また、中期的なインフレ期待も安定しているとして、従来同様にデフレのリスクを否定した

景気認識に関しては、穏やかな回復という認識は維持したものの、声明文に新たに「一様ではない (uneven)」との文言が加えられるなど見方がやや慎重化した。質疑応答で、ドラギ総裁は、イタリアの GDP や 3 カ月連続で見通し指数が悪化したドイツの I f o 指数などの弱い指標の一方、7月の総合 PMI は生産活動の拡大と縮小の分かれ目となる 50 を超える水準で改善するなど強めの指標もあり、ここ 2～3 カ月は評価が振れやすくなっているとした。その上で、「回復は弱く、脆く、一様ではない」ことを強調した。

（ EU—ロシアの制裁と報復の影響を判断するのは時期尚早 ）

景気認識トーンの修正は、地政学的なリスクの高まりを反映したものである。ドラギ総裁は、地政学リスクとして「ロシア—ウクライナ危機、イラク、ガザ、シリア、リビア」を挙げ、「リスクは数ヶ月前よりも高まって」おり、特に、「ウクライナとロシアの情勢は世界の他の地域よりもユーロ圏に大きな影響を与えうる」と述べ警戒感を示した。

政策理事会が開催された 7 日、ロシアは前日の大統領令を受けて、欧米からの追加制裁への対抗措置として導入した農産物輸入の禁止措置の対象国と対象品目のリストを公表した。メドベージェフ首相は、欧州系航空会社のシベリア上空の飛行制限を検討していることも明らかにしている。ユーロ圏には、EU がロシアに対して実施した国営 5 行の新規資金調達制限^(注 4)等の措置によるマイナスの影響が及ぶことも懸念される。

ドラギ総裁は EU とロシアの間で「制裁と報復の応酬が続いている段階で実際の影響を測ることは困難」と述べ、当面は情勢を注視する姿勢を示した。

(注 4) ロシア貯蓄銀行 (ズベルバンク)、VTB、VEB、ガスプロム銀行、ロシア農業銀行の国営 5 行が新規に発行する 90 日を超える新たな債券や株式等の購入を禁止した。但し、VTB、ズベルバンクなどが EU 域内で設立した現地法人には適用されない。ドラギ総裁は、ロシア国営銀行の現地法人に ECB オペへの参加は認めるが、事前申告制とし、制裁措置に抵触しないかを確認することを明らかにした。

（ 事態の一層の悪化には国債の買い入れによる量的緩和も選択肢に ）

今後、さらに情勢が悪化した場合、予定されている資産担保証券 (A B S) の買入れ開始に留まらず、さらに対象資産を国債などに拡大した量的緩和に踏み込めるのかが焦点となる。

ドラギ総裁は、「政策的な選択肢については、現時点で明確にすることは難しい」としながら、「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」というフォワード・ガイダンスの文言を引用。非伝統的手段の事例として「A B S の買入や量的緩和」を挙げ、「量的緩和のための国債購入」も選択肢の 1 つであることを認めた。

（ポルトガルのBESの破綻処理は「速やかで効果的」。伝播リスクはないとの見方）

BESの経営不安は7月10日にグループ企業のエスピリト・サント・インターナショナル（ESI）が、短期債務（CP）の償還を見送ったことをきっかけに広がっていた。ポルトガルの銀行監督当局であるポルトガル中央銀行は、BESはグループ企業の問題を吸収するだけの十分な資本を有しているとの見解を表明、一時は民間資本の調達による問題解決も期待されていたが、株価下落が止まらず、今月3日に64億ユーロ規模の同国の破綻処理基金「銀行支払い能力支援ファシリテーター」から49億ユーロを投じて破綻処理することが決まった。

BESの破綻処理計画は、エスピリト・サント・グループ向けのエクスポージャーなどを「バッドバンク」に分離、バッドバンクの損失は株主と劣後債の保有者が負担する。資産の大半と預金は「ノボ・バンコ」と名付けられる「グッドバンク」に継承する。ノボ・バンコは、当面は破綻処理基金が所有するが、速やかに民間投資家に売却する方針であり、最終的には公的負担は生じない、というものである。

この破綻処理について、ドラギ総裁は「ポルトガル当局とECB、欧州委員会の競争総局の連携」で「速やかに効果的に対応した」と賞賛、この問題は「BES固有のものであり、ポルトガルの銀行や経済、ポルトガル以外の市場には影響を及ぼさない」と述べた。

実際に、BESの破綻処理が決まった後も、ポルトガル国債利回りが急騰する、といった事態は回避されている。

（TLTRO利用額は4500億ユーロ～8500億ユーロ）

6月理事会で導入を決めたTLTROは、16年6月まで四半期毎に合計8回の実施を予定している。第1回は14年9月に実施される。

TLTROによる資金供給の規模について、7月理事会後の記者会見でドラギ総裁は「最大1兆ユーロ」と述べていたが、今回は、緩和効果に関する質問に対して「4500億ユーロから8500億ユーロ」との数字を挙げた。

TLTROの利用額が伸びる理由として、ドラギ総裁は、①最長4年という長期資金を、主要オペ金利プラス10bpという有利な条件で供給することと、②「銀行貸出サーベイ」の7月調査で企業の資金需要の高まりが確認されたタイミングで実施されることを挙げた。

（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。